

PROJET DE SERVICES URBAINS ET ENVIRONNEMENTAUX
Contrat No. 608-C-00-96-00000

**ACHEVER LES MÉCANISMES DE TITRISATION
AU MAROC**

Rapport Final

Préparé Pour:

**L'Agence Américaine pour le
Développement International**
Rabat, Royaume du Maroc

Le Bureau de Programmes Environnementaux et Urbains

Par:

Richard Weiss



Technical Support Services, Inc.
1012 N Street, NW
Washington, DC 20001-4297 U.S.A.

décembre 1997

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	1
OBJECTIFS DE LA MISSION	2
METHODOLOGIE	2
RESUME.....	3
I. ADAPTER LE PROJET DE LOI	6
II. COMPLETER PAR LES TEXTES REGLEMENTAIRES NECESSAIRES.....	37
III. PLAN D'ACTION POUR UNE PREMIERE EMISSION PAR LE CIH.....	45
IV. COMMENTAIRES SUR DES MESURES D'ACCOMPAGNEMENT ENVISAGEES	65
SYNTHÈSE	68
ANNEXES.....	74

- Annexe 1 : Personnes rencontrées
- Annexe 2 : Résumés des principaux entretiens
- Annexe 3 : Documents consultés
- Annexe 4 : Texte de loi et règlements français
- Annexe 5 : Texte de loi et règlements belges

Introduction

La présente Étude vise à préciser les prochaines Étapes de la mise en place du cadre législatif et réglementaire de la titrisation, et s'inscrit dans le schéma plus général de l'organisation de l'Économie marocaine.

Sous l'effet d'une volonté politique visant à introduire une fluidité plus importante dans le financement de l'Économie, le gouvernement a pris plusieurs mesures, fondamentalement salutaires, mais ayant des effets annexes défavorables au financement du logement. Deux exemples illustrent ce propos: tout d'abord, la suppression progressive de l'obligation imposée aux investisseurs institutionnels, d'investir dans des obligations d'Etat ou garanties par celui-ci, et d'autre part la suppression de la garantie d'Etat pour toute société ne réalisant pas directement et à titre prépondérant une mission de service public.

Par ailleurs, l'adoption d'objectifs politiques tel que l'objectif "200.000 logements" conduit à rendre d'autant plus difficile le financement du logement social. Pour tenter de résoudre cette difficulté, le gouvernement marocain, avec l'aide de USAID et Technical Support Services a développé un ensemble de travaux dans plusieurs directions. Parallèlement à ces travaux ayant une base plus proche de la construction elle-même, de nombreux travaux ont été menés, concernant le financement du logement. Parmi ceux-ci, la mise en place d'une technique comme la titrisation a déjà fait l'objet d'un premier projet, et la présente Étude a pour but de préciser les modifications éventuellement nécessaires à ce premier projet, ainsi que les principales Étapes qui pourraient conduire le premier Établissement concerné, le Crédit Immobilier et Hôtelier, à la réalisation effective d'une première opération au plus vite.

Je tiens à remercier le Ministre de l'Habitat et le Ministre des Finances pour leurs contributions respectives à ce projet, qui pourra modeler l'évolution de l'environnement financier du Maroc.

Il n'est pas possible de citer ici tous les noms des personnes qui ont contribué à ce projet, et dont la liste est reproduite en annexe. Toutefois, nous avons beaucoup apprécié la disponibilité de Monsieur Tazi du Crédit Immobilier et Hôtelier, dont les connaissances et la pédagogie ont permis au consultant d'acquiescer rapidement les connaissances minimales nécessaires à sa mission.

Enfin, cette partie ne serait pas complète sans une expression de vifs regrets que nous percevons à n'avoir pas rencontré, malgré nos nombreuses tentatives, le Secrétariat Général du Gouvernement.

Objectifs de la mission

Cette mission vise à assister le Ministère des finances, le Ministère de l'habitat, ainsi que d'autres organismes de tutelle et le Crédit Immobilier et Hôtelier, dans la conception et la formulation des instruments et mesures d'accompagnement pour permettre aux opérateurs concernés de procéder au lancement de la première opération de titrisation. Nous nous sommes donc appliqués à réaliser cette mission, sans en dévier, et quelques précisions semblent nécessaires.

Il est important de noter que cette mission ne s'apparente pas au développement d'une quelconque politique du logement social. Nous nous sommes également refusés à faire quelques commentaires que ce soit sur l'évolution des institutions financières du Maroc, sur leur politique d'investissement, ou l'évolution des taux d'intérêt. Cette mission ne vise pas à résoudre le problème général d'une pénurie de logement, et moins encore de mise en place d'un programme de logement social. Une baisse du coût du logement ne fait pas non plus partie de l'objet de l'étude. Il est donc important de lire le résultat des travaux menés dans une optique, il est vrai, relativement restrictive, de mise en place de cadres et de développement de process pour réaliser une opération de titrisation. Il paraît important de noter que cette étude a été réalisée dans un délai de travail relativement contraignant, à savoir une durée totale sur place limitée à 18 jours, ce qui explique que certains points ne sont peut-être pas aussi détaillés que d'aucun lecteur l'aurait souhaité.

Méthodologie

La méthodologie employée a inclus une phase préliminaire d'étude de la situation générale du Maroc, et des principaux intervenants sur les marchés financiers, complétée par une étude littéraire.

Cette étude a été complétée par une analyse des principaux textes de droit marocain. Enfin, cette étude livresque a été suivie d'un ensemble d'entretiens avec les responsables de différentes organisations de tutelle, avec des représentants d'entités potentiellement émettrices de titres, avec de nombreux investisseurs et divers intervenants pouvant être concernés à plus ou moins grande distance par les techniques de titrisation. Des réunions régulières ont eu lieu avec USAID d'une part, et avec les deux principales autorités de tutelle d'autre part, à savoir le Ministère de l'Habitat et le Ministère des Finances. Par ailleurs, plusieurs réunions plénières ont été organisées, regroupant la plupart des personnes ayant contribué par le passé, au développement du premier projet législatif.

Résumé

A la suite des différents travaux menés conjointement par le Ministère de l'Habitat, le Ministère des Finances et les différentes structures institutionnelles concernées, un voyage

d'étude a d'abord été organisé, aux Etats-Unis et puis simultanément la rédaction d'un projet de loi sur la titrisation d'actifs a été entamée. Ce projet date de 1996 et est resté depuis en suspens, dans sa traduction pratique se heurtant sans doute à quelques difficultés. Après une étude approfondie du projet de loi, et des caractéristiques spécifiques du cadre marocain dans lequel la titrisation devrait s'insérer, il paraît tout d'abord indispensable de replacer cette technique dans le cadre du droit codifié, et non plus dans un cadre relevant majoritairement d'un droit de type anglo-saxon. En effet, le projet reflète à l'évidence les caractéristiques de ses auteurs, ce qui est sans doute un cadre juridique beaucoup plus proche du cadre de l'"Equity Law" que du cadre codifié tel qu'il existe au Maroc. Pratiquement, la titrisation, dans la mesure où c'est une technique qui distingue fondamentalement le droit de gestion et le droit de propriété est une technique étrangère au droit codifié tel qu'il est connu dans les pays latins (Belgique, France...). Tout le défi d'une technique de titrisation dans le droit codifié consiste à minimiser les perturbations sur le reste du système juridique, tout en facilitant la cession des créances et l'opposabilité aux tiers des sûretés qui y sont attachées, ainsi que le transfert et la gestion efficace des créances. L'autre caractéristique du droit codifié est la relation bilatérale qui unit traditionnellement le créancier et le débiteur, et donc les difficultés qui sont mises au transfert des créances (signification officielle ou accord, difficulté à modifier la gestion, etc. ceci étant rendu encore plus compliqué par le fait que l'acquisition de créances est une activité bancaire, relevant donc de la loi bancaire, et nécessitant en conséquence le maintien en fonds propres).

En bref, une loi sur la titrisation doit avoir pour principal objectif de faciliter la cession de créances sans faire tomber cette activité sous le coup d'une réglementation additionnelle. Aussi, nous recommandons de revoir l'intégralité du projet de loi pour qu'il se limite à traiter ces questions principales, et éventuellement d'autres questions annexes telles que le problème de l'inscription de transfert et des droits de transfert, qu'il importe de minimiser si on souhaite que la titrisation hypothécaire se développe au Maroc.

Par ailleurs, un deuxième défaut de la loi est que celle-ci mélange des éléments à caractère réglementaire, et des éléments à caractère véritablement législatif, et il importe donc de distinguer deux groupes de modifications :

- les modifications législatives fondamentales qui doivent faire l'objet d'une loi
- les modifications qui peuvent, et doivent même faire l'objet de l'évolution au rythme de l'évolution des marchés, et qui relèvent donc des règlements d'application.

Nous recommandons donc de séparer les deux clauses relevant de chacun des deux concepts en limitant la loi à son strict minimum.

Enfin, il s'agit à d'une remarque purement formelle, lorsque les caractéristiques d'une autre loi sont modifiées, il importe de procéder par modification de ladite loi, et non pas par modification des caractéristiques uniquement. Par exemple, il vaut mieux modifier le droit bancaire, plutôt que de modifier, dans une loi sur la titrisation, le droit bancaire tel qu'appliqué aux opérations de titrisation.

Deux grands modes d'introduction de la titrisation sont possibles dans le cadre d'un droit codifié : il s'agit soit d'introduire uniquement des fonds sans personnalité morale (c'est l'option retenue en France) ou bien d'introduire des fonds sans personnalité morale et des sociétés dont l'objet exclusif est d'acquiescer des créances, tout en limitant la latitude de ces sociétés en ce qui concerne les achats et vente des dites créances. Il importe pour l'Etat marocain de choisir entre ces deux grandes options.

Nous recommandons par ailleurs trois éléments additionnels qui ne sont pas inclus dans la loi. Tout d'abord, nous recommandons d'autoriser dès l'introduction de la loi les organismes de titrisation à faire appel strict à l'épargne. Cette recommandation permettra de populariser le concept et de lui donner toute la publicité qu'il mérite.

Nous pensons que l'introduction d'une autorité de tutelle sur l'ensemble du mécanisme permettra de prévenir les déviations éventuelles qui pourraient avoir lieu si aucune protection n'était mise. Egalement, nous proposons, au moins au début, que la notation des fonds soit obligatoire, cette notation pouvant éventuellement être limitée aux parts faisant l'objet d'un appel public à l'épargne.

Enfin, il nous paraît souhaitable de séparer très rigoureusement et de façon très étanche, les responsabilités de gestion des créances, c'est-à-dire de relation avec les emprunteurs, et d'autre part de gestion des fonds eux-mêmes, c'est-à-dire la défense des investisseurs. Ces deux intérêts étant par nature antinomiques, il nous semble contradictoire de les regrouper au sein d'une même entité.

Une fois le projet de loi modifié et la loi adoptée, il importera de compléter les textes réglementaires :

- le complément à la loi bancaire qui devra préciser les modalités d'enregistrement comptable des différentes opérations liées directement ou indirectement à des opérations de titrisation.
- la modification du Code des Assurances pour permettre à ces sociétés d'acquiescer des parts.
- le règlement spécifique du Comité de Déontologie des Valeurs Mobilières pour définir les modalités d'accès à l'épargne publique de parts ou obligations émises par des organismes de titrisation
- les décrets d'application qui précisent les types de créances titrisables, les modalités précises de la cession, etc., et qui complètent donc le cadre général de la loi par les modalités pratiques d'application.

Au cours des débats antérieurs à la présente étude, différentes mesures d'accompagnement avaient été proposées. Un examen attentif de celles-ci conduit à n'en retenir aucune. Il est vrai que la tendance naturelle de l'auteur consisterait plutôt à donner au marché une

chance de se développer librement, quitte à faciliter le développement plus tard s'il devait se révéler que les forces naturelles de l'économie ne permettent pas une mise en oeuvre satisfaisante.

Nous avons particulièrement réfuté l'idée selon laquelle il serait nécessaire de créer, sous l'égide de l'Etat une agence de garantie de crédit, celle-ci n'ayant pas la base technico-statistique qui lui permettrait d'apporter une valeur ajoutée par une réelle mutualisation des risques. La création d'une agence de notation marocaine n'apporterait pas une valeur ajoutée très importante, dans la mesure où elle ne ferait que conforter une opinion relevant d'un cercle fermé d'experts.

Par contre, la mise à la disposition de la place, d'un fonds fini qui revient donc à prêter de façon aveugle, est sans doute possible, mais il faut se garder d'un enthousiasme excessif, puisque dès que ces fonds auront été utilisés, il est possible que les mécanismes qu'ils étaient sensés développer s'arrêtent aussi rapidement qu'ils ont débuté.

Enfin, le dernier grand volet de cette étude consiste à préciser les grandes étapes d'une première opération de titrisation par le CIH. Cette opération étant développée plus avant dans le corps du rapport, il suffit de rappeler que le montage d'une opération de titrisation qui est relativement complexe ex nihilo à partir d'une situation quasiment vierge, requiert la mise en commun de nombreuses connaissances. Il faut tout d'abord procéder à une analyse fine des créances et de leur comportement historique, tant du point de vue des retards de paiement et des défaillances et pertes, que du point de vue des renégociations de taux et remboursements anticipés (dont nous savons qu'ils sont relativement rares au Maroc). Il faut ensuite procéder à une analyse très spécifique des besoins et souhaits des investisseurs au moment où l'opération est sur le point de se concrétiser.

I. ADAPTER LE PROJET DE LOI

Introduire une nouvelle technique financière est un art compliqué. Lorsqu'il s'agit de titrisation, cet exercice est encore plus délicat dans le cadre d'un système légal codifié puisqu'il perturbe des modes de relation et de travail clairement établis par d'autres textes.

Le défi consiste donc à concilier l'objectif d'innovation avec la contrainte de ne pas détruire complètement le reste de l'édifice légal du pays.

Enfin, d'autres objectifs et contraintes devront aussi être respectés, concernant l'impulsion à donner à la technique, la sécurité/sécurisation dont il faudra l'entourer, etc.

Dans cette partie, nous procédons d'abord à une analyse précise de chaque article du projet de loi. Nous rappelons ensuite quelques grands principes auxquels il nous semble souhaitable d'adhérer rigoureusement et enfin, nous proposons des modifications simplificatrices au texte actuel.

A. Analyse du texte actuel

Le projet de loi analysé contient cent dix articles, répartis en huit titres selon le plan ci-dessous :

<u>Titre Premier</u>	Objet et Définitions	(Art.1 à 14)
<u>Titre II</u>	Constitution des FPCT	(Art.15 à 22)
<u>Titre III</u>	Du fonctionnement des FPCT	(Art.23 à 48)
<u>Titre IV</u>	De la cession d'actifs d'un FPCT	(Art.49 à 88)
	Chapitre 1 : De la cession de créances	(Art.49 à 64)
	Chapitre 2 : De la cession de créances hypothécaires	(Art.65 à 84)
	Chapitre 3 : De la cession d'autres actifs	(Art.85)
	Chapitre 4 : Autres dispositions	(Art.86 à 88)
<u>Titre V</u>	Obligations du FPCT	(Art.89 à 98)
<u>Titre VI</u>	Dispositions fiscales	(Art.99 à 101)
<u>Titre VII</u>	Sanctions	(Art.102 à 107)
<u>Titre VIII</u>	Dispositions finales	(Art.108 à 110)

Nous allons prendre chacun des cent dix articles de ce projet de loi et les commenter individuellement.

TITRE PREMIER : OBJET ET DÉFINITIONS

Article 1er : Cet article ne fait qu'introduire l'objet de la loi.

Article 2 : Énonce un ensemble de définitions :

- **Titrisation** : remarquons d'abord que cette définition utilise des termes qui ne sont pas encore définis et dont la définition fait elle-même appel à la définition de titrisation. Par exemple, la définition mentionne un initiateur, et l'initiateur est une "personne morale qui possède un patrimoine dont elle veut se départir dans le cadre d'une opération de titrisation".

Les termes "vendre" et "céder" à une structure juridique d'accueil sont utilisés, sans qu'aucune différence ne soit explicitée entre ces termes.

Enfin, la structure juridique d'accueil place sur le "marché des capitaux" des titres représentatifs de ces éléments d'actifs ou "y adossés", le terme "adossé" étant lui-même défini plus loin en faisant appel au "cadre de la titrisation". Cette définition semble donc très circulaire.

- **Actifs** : cette définition englobe tout bien, quel qu'il soit, et même des créances pouvant résulter de contrats à intervenir.

- **Administrateur délégué** : on parle ici d'une délégation de l'administration des actifs d'un FPCT, en renvoyant au dernier alinéa de l'article 33. Toutefois celui-ci semble mêler des tâches relevant de l'établissement gestionnaire-dépositaire, et des fonctions de défense des intérêts des investisseurs, qui reflètent, par construction, des intérêts opposés. Nous reviendrons sur cet avant-dernier alinéa, qui semble particulièrement large puisqu'il permettrait à un initiateur de réaliser pour le compte d'un gestionnaire-dépositaire des tâches qui, en vertu d'autres articles devraient relever d'entités n'ayant pas d'autorité l'une sur l'autre.

- **Adosser** : "Acte juridique". Il semble assez délicat ici de définir un acte juridique sans parler du reste de cet article où l'on parle d'appuyer une obligation émise dans le contexte d'une opération de titrisation sur un ou plusieurs éléments d'actifs, etc. Cet acte juridique consiste principalement à affecter les flux ou à affecter en sûreté des éléments d'actifs à titre de garantie d'une dette. Cette définition semble extrêmement compliquée, et bien qu'on puisse peut-être en saisir le sens, les modalités pratiques de l'opération envisagée ne semblent pas particulièrement clarifiées par la définition.

- **Créances** : Cette définition ne fait que répéter une platitude, en parlant de "créances de toute sorte détenues sur des personnes physiques ou morales".

- **CrÉances hypothÉcaires sur le logement** : sont mentionnÉes ici des crÉances reprÉsentatives de prÉts garantis par une hypothÈque sur un immeuble destinÉ au logement. Cette dÉfinition est trÈs restrictive puisque, par exemple, elle ne mentionne pas l'acquisition de terrains qui sont pourtant des immeubles. Cette dÉfinition ne semble que trÈs rarement utilisÉe par la loi, et on peut donc s'interroger sur son utilitÉ.
- **Dirigeant** : on s'interroge sur l'utilitÉ de dÉfinir ici le terme "dirigeant d'une personne morale", cette dÉfinition Ètant sans doute disponible dans d'autres endroits de la construction lÉgale marocaine.
- **Etablissement gestionnaire-dÉpositaire** : l'utilitÉ de la dÉfinition, dans la mesure o elle ne fait que renvoyer † l'article 12, nous paraÓt peu Èvidente.
- **FPCT** : Rappelant que le FPCT (Fonds de Placement Collectif en Titrisation) est mentionnÉ † l'article 7 (lequel article 7, comme nous le verrons, ne paraÓt d'ailleurs pas trÈs explicite), cette dÉfinition ne semble pas nÉcessaire ici.
- **Frais de gestion** est dÉfini, alors qu'une autre loi (relative aux OPCVM) fonctionne trÈs bien, † savoir la loi , sans dÉfinition explicite des frais de gestion, dont la comprÈhension commune nous semble parfaitement acceptable.
- **Initiateur** est dÉfini comme "une personne morale possÉdant un patrimoine d'actifs dont elle veut se dÉpartir" : limiter la caractÉristique de l'initiateur † une *volontÉ* de se dÉpartir dans le cadre d'une opÉration de titrisation, est assez confuse puisque toute personne *souhaitant* donc se dÉpartir de certains actifs par la titrisation se retrouverait de facto initiateur.
- **IntermÉdiaire financier** : C'est une dÉfinition extrÍmement globalisante puisqu'elle inclut toute personne agissant † titre de conseiller en montage financier, toute personne qui souscrit des parts † forfait en vue de leur placement auprÈs d'un investisseur, etc. (on peut par ailleurs s'interroger sur la diffÉrence fondamentale entre un investisseur et un souscripteur). Et enfin, on peut s'interroger sur la distinction entre deuxiÈme et le troisiÈme tiret de cette dÉfinition. D'une maniÈre gÈnÈrale, un intermÉdiaire financier Ètant sans doute dÉfini ailleurs, une rÈpÈtition de ladite dÉfinition ne semble pas indispensable ici.
- **LiquiditÈs** : on s'interroge † nouveau sur l'intÉRÍt † dÉfinir un terme qui a un sens commun tout † fait acceptable.
- **Obligations** : MÍme remarque que prÈcÈdemment, d'autant plus appuyÉe qu'il existe un code des obligations. Il me paraÓt plus pertinent d'utiliser la dÉfinition d'Éj† existante.
- **OpÉration de titrisation restreinte** : Il semble qu'il y est ici une tentative de distinguer entre des opÉrations qui feraient appel public † l'Épargne, et des opÉrations qui ne feraient pas appel public † l'Épargne. Mais la circonvolution de la dÉfinition ne paraÓt pas trÈs productive.
- **Part** : on s'Étonne de l'utilitÉ d'un certificat dans la titrisation qui semble obligatoire, alors que on pourrait envisager des titres d'ÉmatÉrialisÈs.

- **Patrimoine** : fait référence à l'ensemble des "actifs vendus ou cédés". Notons qu'ailleurs on ne cède qu'une partie du patrimoine et qu'il y a donc ici une contradiction manifeste. On s'interroge à nouveau sur l'intérêt à définir un terme qui a un sens courant tout à fait acceptable.
- **Surdimensionnement** : engloberait une caution, une garantie ou une prestation au service d'un FPCT, ou de porteurs de parts ou d'obligations. Il y a là une confusion de substance, puisqu'une cession d'actifs pourrait être effectivement semblable à un surdimensionnement, mais une caution peut difficilement être qualifiée de surdimensionnement. Enfin on parle de "cote de crédit" de ces parts ou obligations, et cette "cote de crédit" n'est pas définie. Enfin, mentionner que n'importe qui peut fournir un surdimensionnement ne semble pas avoir de grande valeur ajoutée.

Article 3 : Cet article 3 ne présente aucun intérêt puisqu'il définit comme admissible en tant que structure juridique d'accueil les Fonds de Placement Collectif en Titrisation mentionnés à l'article 7, et tout autre Fonds agréé à cet effet par arrêté du ministre chargé des finances.

Article 4 : L'article 4 définit comme opération connexe à leur activité aux fins du dahir portant loi du 15 moharrem 1414 (6 juillet 1993) relatif à l'activité des Établissements de crédit et leur contrôle. Dans la mesure où la titrisation consiste simplement à vendre des actifs, on ne voit pas l'intérêt de préciser que la vente fait partie d'une opération connexe. Si une telle précision était absolument indispensable, elle aurait lieu d'être dans la loi du 6 juillet 1993 elle-même, qui serait donc modifiée en vertu de la présente loi, et non pas directement en vertu d'un article de la présente loi.

Article 5 : Cet article assimile à des valeurs mobilières des parts et des obligations émises dans le cadre d'une opération de titrisation, ce qui ne pose pas de problème en soi. Mais cet article continue et définit ces titres (il est vrai sous réserve des normes de prudence en matière de placement applicable en l'occurrence, ce qui est d'ailleurs toute validité à cet article), comme constituant des placements autorisés pour les OPCVM, les Établissements de crédit, les entreprises régies par la législation relative à l'assurance et pour AL MAGHREB et la Caisse de Dépôt et de Gestion, et pour les organismes de retraite et de pension.

Il nous semble incohérent de définir directement, dans un article de loi sur la titrisation, des modifications à d'autres lois. Encore une fois, il nous paraîtrait plus constructif de regrouper dans une section à part de la loi sur la titrisation, des modifications à d'autres lois, ce qui aurait les mêmes résultats, mais qui serait plus cohérent avec la technique traditionnelle législative dans ce pays.

Article 6 charge le Ministre des Finances, par voie réglementaire, de réaménager les normes de prudence auxquelles sont assujettis les Établissements mentionnés à l'article 5, et ce aux conditions qu'il détermine. Il nous paraît tout à fait incohérent et dangereux de donner à un Ministre sous sa seule autorité de pouvoir de réaménager des normes de prudence en matière de placement, d'autant plus que certaines de ces normes sont sans doute définies par un texte de loi et ne sont donc pas modifiables par une décision ministérielle.

Article 7

Extrayons certains segments de phrases particulièrement illustratifs de cet article.

"Le FPCT qui n'a pas la personnalité morale, est un patrimoine d'affectation ... constitué aux seules fins d'acquiescer par l'entremise d'un Établissement gestionnaire-dépositaire ... les actifs qui lui sont vendus ou cédés au cours d'une opération de titrisation, ainsi que tout surdimensionnement s'y rapportant ... et d'émettre par l'entremise de cet Établissement gestionnaire des certificats de titrisation représentatifs d'un intérêt dans le patrimoine du FPCT ou obligations adossées"

Cet article est un monument de contradictions. Tout d'abord un FPCT n'a pas de personnalité morale et est un patrimoine d'affectation à objet unique, qui est l'acquisition d'actifs qui lui sont cédés, et on a vu que n'importe quel actif, et même n'importe quoi, peut être cédé à un FPCT. Ce FPCT, qui n'a pas de personnalité morale émet des obligations dites adossées à un patrimoine, à nouveau par l'entremise d'un gestionnaire-dépositaire. Tout cela ne semble pas très cohérent avec le droit marocain actuel.

En effet, on désigne sous le même vocable (le FPCT) une sorte de copropriété, sans personnalité morale qui émettrait donc des parts, et également une entité indéfinie sans la personnalité morale mais qui émettrait néanmoins des obligations adossées. Quand on se souvient de la définition d'"adossé" on trouve qu'il y a une certaine circularité.

On note aussi l'intervention d'un Établissement gestionnaire-dépositaire qui sert d'entremetteur au moment de la cession des actifs, qui sert ensuite de gérant de patrimoine et qui sert aussi d'entremetteur dans le placement de certificats de titrisation représentatifs d'un intérêt dans le patrimoine ou d'entremetteur dans l'émission d'obligations adossées. Cet Établissement gestionnaire dépositaire semble avoir de multiples rôles sujets à conflit d'intérêt.

Article 8 : La première phrase ne semble avoir aucune utilité. La deuxième phrase n'a pas grand intérêt puisqu'elle se borne à rappeler que la négociabilité et la cessibilité des parts doivent être prévues dans le règlement de gestion. La troisième phrase n'a sans doute aucun intérêt dans la mesure où le transfert d'une part nominative devrait se dérouler dans des conditions semblables au transfert d'obligations ou autres valeurs mobilières nominatives et donc la totalité de l'article ne semble pas avoir d'intérêt.

Article 9 : Cet article mentionne que le FPCT peut émettre des obligations adossées au patrimoine et que cette émission peut avoir lieu en sus ou à la place de l'émission de parts. Il y a là quelque chose de très intéressant puisque nous avons un patrimoine qui n'a pas la personnalité morale, qui peut émettre des parts représentatives d'une partie de ce patrimoine et des obligations auxquelles est adossée une autre partie de ce patrimoine.

Cet article crée un phénomène intéressant puisqu'il autorise une obligation qui ne serait pas une obligation. En effet, il y a un adossement à des actifs et une partie de ces actifs peut aussi être nantie, en quelque sorte, ou plutôt peut être la propriété de porteurs de parts.

Cet article ne prévoit pas la possibilité de rang, préférence ou priorité, d'une part entre catégories ou sous-catégories d'obligations, et d'autre part avec catégories ou sous-catégories de parts.

La phrase suivante est une litanie sur les possibilités d'émission : nominatives, au porteur, avec ou sans coupon. Peut-on en déduire que des parts avec des intérêts non définis ne sont pas émissibles, ou que ces obligations au nominatif administré ne peuvent être émises par un FPCT.

Enfin, la négociabilité des opérations, sans assurer qu'un transfert soit obligatoirement opposable aux tiers, ne semble pas présenter un intérêt énorme. Cette question est à remettre dans le contexte général de la dématérialisation des valeurs mobilières.

Article 10 : Cet article mentionne qu'un patrimoine d'affectation d'un FPCT résulte de l'acte qui le crée, et qui est autonome et distinct de celui de l'initiateur, ce qui semble une tautologie complétée.

Article 11 : Sans doute intéressant, mais ne disposant pas du Code des Obligations et des Contrats, je ne suis pas en mesure de le commenter de façon constructive.

Article 12 : On note que la fonction d'établissement gestionnaire-dépositaire est limitée aux banques agréées, à la caisse de dépôt et de gestion, aux établissements ayant pour objet le crédit, la garantie, le dépôt, la gestion de fonds et d'opérations d'assurance et de réassurance figurant sur une liste arrêtée par le Ministre des finances ainsi que d'autres établissements préalablement agréés par arrêté du Ministre chargé des finances. Or, la fonction d'établissement gestionnaire-dépositaire ressemble à la fonction de société de gestion d'un OPCVM, on peut s'interroger d'une part sur l'utilité d'une liste énumérant les entités autorisées, d'autre part sur l'utilité de permettre au Ministre des finances d'agréer d'autres établissements, tant qu'on ne précise pas quels sont les devoirs et charges d'une entité tel qu'un établissement gestionnaire.

Article 13 : Cet article revient simplement à dire que dans le cadre d'une opération privée de titrisation, les valeurs mobilières créées ne peuvent être vendues qu'à des entités ou des établissements, susceptibles d'acquiescer des parts représentatives de valeurs mobilières n'ayant pas fait appel public à l'épargne.

Article 14 : Cet article semble être intéressant, mais apporte peu à la technologie de la titrisation des FPCT.

TITRE II

CONSTITUTION DES FPCT

Article 15 : Cet article précise qu'un FPCT ne peut être constitué, que si son règlement de gestion a été préalablement déposé, conformément à l'article 19. Il est à noter que l'article 19 exige simplement un dépôt, et qu'il n'y a donc aucun contrôle ; le dépôt suffisant à satisfaire le besoin exposé à l'article 15.

Article 16 : Cet article décrit un ensemble de contraintes ou d'indications que doit mentionner le règlement d'un FPCT. Un tel détail nous semblerait plus approprié dans un texte réglementaire, et par ailleurs, certaines des mentions dont l'indication est requise dans un règlement, sont plutôt contradictoires avec les modes de travail habituels. Par exemple, les *modalités et les conditions de la succession du Commissaire aux Comptes* ne semblent pas nécessaires, de même que les *modalités et les conditions d'administration du patrimoine, de la délégation de cette administration et la révocation de cette délégation*. Également les conditions et critères applicables à la gestion des liquidités n'ont pas grande signification. *Les cas de dissolution du FPCT sans préjuger des causes légales et toute autre indication requise ou prévue par la présente loi ou par les textes pris pour son application* semblent être vainement répétitifs.

Article 17 : Cet article dit que le FPCT est constitué à la signature du règlement, sous réserve du dépôt de celui-ci. Autrement dit, l'article 15 disant que le FPCT "ne peut être constitué que si son règlement a été préalablement déposé" signifie qu'il faut d'abord déposer un règlement, et ensuite le signer. Ce qui se traduit dans la pratique par une circonvolution sans issue. La certification de la signature par l'autorité administrative compétente me laisse perplexe, ne sachant pas comment définir ladite autorité administrative compétente, quid d'une signature non certifiée. Serait-elle de nature à invalider la constitution du FCC ?

Article 18 : Cet article mentionne que la gestion du patrimoine d'un FPCT doit être confiée à un établissement gestionnaire-dépositaire unique. Il nécessite que toute influence éventuellement exercée par l'initiateur, donc le vendeur, ou un intermédiaire financier (encore que celui-ci reste à définir) isolément ou avec d'autres personnes ... soit signalée expressément au règlement de gestion et la note d'information.

Tout d'abord, on peut s'interroger sur la différence entre un règlement de gestion et une note d'information. Ensuite, dans un règlement de gestion qui normalement devrait définir uniquement les règles et responsabilités des différentes parties, et qui devrait être un document contractuel, on peut s'étonner de voir mentionner une influence ou un conflit d'intérêt que l'initiateur pourrait avoir avec la gestion du patrimoine lui-même. Si cet article limite la participation officielle de

l'initiateur, et un tiers du capital de l'organisme dépositaire, il n'en est pas moins vrai que l'influence du cédant peut être très importante, et devenir source de conflit d'intérêt. Et ce d'autant plus, que rien n'empêche l'organisme gestionnaire-dépositaire de désigner un administrateur désigné (qui peut être bien être l'initiateur), non seulement la gestion initiale des créances (c'est-à-dire les rapports quotidiens avec les emprunteurs), mais aussi les décisions pouvant entraîner une responsabilité de l'initiateur en tant que vendeur.

Imaginons l'exemple où l'initiateur (au titre d'administrateur désigné) vend une créance qui est défaillante au moment de la cession, en toute connaissance de cause, il faudrait que cet initiateur se fasse, en tant que représentant du FPCT, un procès à lui-même en tant que cédant, pour être indemnisé des résultats de la cession d'une créance inéligible. On imagine facilement l'imbroglio qu'une telle situation peut créer, et il serait beaucoup plus logique de distinguer d'une part le rôle de gestionnaire du patrimoine, qui est en fait un rôle de surveillance de la gestion des créances, et d'autre part, la gestion des créances elle-même.

Enfin, compte tenu de la liste des établissements expressément autorisés à assumer le rôle de gestionnaire-dépositaire, il apparaît de façon très claire que ces fonctions se prêtent d'une entité à une autre, et donc restent à l'intérieur d'un creuset commun d'amitiés dans une même industrie. Ce qui est un système sans doute rassurant et confortable, mais malheureusement susceptible de conduire à des ententes abusives.

Dans la mesure où un FPCT n'est finalement qu'un type d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières, on peut se demander pourquoi on n'a pas retenu la technique utilisée dans le "dahir portant loi n 1-93-213 du 21 septembre 1993, relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières" qui consisterait à faire gérer les FPCT par une société de gestion et un dépositaire. Noter que dans le cadre de la loi sur la titrisation, ces deux fonctions semblent confondues en une seule et même entité.

Les frais additionnels impliqués par cette option semblent faibles au regard de l'accroissement de sécurité et de simplicité qu'elle apporte.

Article 19 : Cet article est à nouveau à mettre en rapport avec l'article 15 et l'article 17, dont l'un dit qu'il faut signer avant de déposer le règlement, et l'autre dit qu'il faut signer après. Mais peut-être est-il opportun de faire une version du règlement non signée, de la déposer, de la signer, et de faire une version déposée signée pour simplifier le processus. La dernière phrase de cet article demandant que toute modification au règlement de gestion soit notifiée au Ministre, semble mettre à la charge de celui-ci une responsabilité implicite, qu'à mon avis, il ne devrait pas avoir à assumer dans le cadre d'un marché des valeurs mobilières qui va dans le sens d'une libéralisation. Si une entité quelconque devait surveiller ce type d'activités, sans doute le Conseil des Valeurs Mobilières serait, a priori, plus approprié.

Article 20 : Cet article n'a aucune valeur ajoutée par rapport au précédent, qui décrit déjà la procédure d'accusé de réception.

Article 21 : Sans doute un des rares articles de ce projet de loi qui respecte les Édictions législatives relatives ‡ d'autres domaines, puisqu'il mentionne qu'aucune opération de titrisation ne peut faire appel public ‡ l'Épargne tant que le Conseil DÈontologique des Valeurs MobiliÈres n'a pas mis en place les modalités d'un rÈgime spÈcifique. Nous soulignerons plus tard une contradiction avec les rÈgles habituelles, contradiction qu'il serait sans doute prÈfÈrable de lever, dans le cadre d'un projet de loi modifiÈ.

Article 22 : Les FPCT doivent faire Ètat de leur dÈnomination. Cette mention du nom paraÓt Èvidente. En particulier une entitÈ Èmettant une facture est souvent tentÈ de mettre son nom‡; de faÁon que, si par hasard, son dÈbiteur se prenait d'une envie irrÈsistible de le rÈgler, il sache o le rÈgler.

La deuxiÈme phrase nous parlant de documents Èmanant de FPCT devant faire Ètat des dÈnominations et des adresses de l'initiateur, de l'Ètablissement dÈpositaire et gestionnaire, nous paraît dangereuse. En effet, la titrisation a, outre l'avantage de ì‡liquÈfier‡î les crÈances qui autrement serait difficilement cessible, a aussi l'avantage dans le cadre d'un marchÈ un peu plus d'ÈveloppÈ, d'estomper l'importance de l'initiateur-cÈdant. Donc la tendance qui consiste ‡ requÈrir l'identification du cÈdant, me paraÓt contraire aux intÈrÍts du d'Èveloppement d'un bon marchÈ. En revanche, l'Ètablissement gestionnaire-dÈpositaire Ètant le reprÈsentant lÈgal du FPCT, sa mention est tout ‡ fait logique et incontournable.

TITRE III

DU FONCTIONNEMENT DES FPCT

Article 23 : Cet article Établit qu'un FPCT ne peut agir que par l'entremise de son Établissement gestionnaire-dÉpositaire. Cet article appelle tout d'abord la rÉitÉration d'une remarque d'ÉjÉ faite selon laquelle le fait de confier É une sociÉtÉ unique et Éventuellement arbitraire la gestion d'un FPCT ne paraÓt pas prudent. Si le gestionnaire-dÉpositaire devait Ítre responsabilisÉ sur la gestion directe avec les emprunteurs, cela revient É exiger de lui des compÉtences qui se trouvent difficilement dans un mÍme Établissement. Par exemple cela nÉcessite que, non seulement il soit capable de gÉrer des ensembles de crÉances, mais qu'il soit aussi É mÍme de juger de l'État des emprunteurs, capable de les connaÓtre et de connaÓtre leurs capacitÉs, etc.

Les limitations imposÉes au fonctionnement du FPCT impliquent qu'il ne peut servir qu'une fois pour une Émission, ce qui n'est pas nÉcessairement prudent et Économe. Il serait bon de prÉvoir, et la possibilitÉ de recharger, et la possibilitÉ d'Émettre de nouvelles parts ou obligations. Et si cette option d'ÉxclusivitÉ est maintenue, on pourrait Éventuellement rÉserver É terme ces possibilitÉs de rechargement et d'Émission de nouvelles parts.

Article 24 : ne semble pas trÉs utile, sauf si l'on entend par l'É, Établir des exceptions É d'autres clauses du Code du Commerce, et/ou du Code des Contrats ; et si cela Était le cas, il vaudrait mieux Ítre plus explicite.

Article 25 n'appelle pas de commentaires.

Article 26 n'appelle pas de commentaires particuliers. Il reflÉte simplement les dÉcisions qui semblent avoir ÉtÉ prises, de ne pas imposer la dÉmatÉrialisation des titres (parts et/ou obligations) Émis par un FPCT, ce qui dans un marchÉ moderne est peut-Ítre une latitude inutile.

Article 27 : Cet article introduit, dans le cadre d'une entitÉ qui n'a pas de personnalitÉ morale, un dÉcoupage de la propriÉtÉ en contravention avec le droit commun. Il serait bon, encore une fois, si cette voie Était retenue, de modifier autant que nÉcessaire les articles correspondants du droit commun.

Article 28 : Môme commentaire que pour l'article 27.

Pour ces deux articles, il serait aussi utile de préciser ce qu'il pourrait advenir d'un FPCT qui ne pourrait honorer ses obligations, et dont la mise en liquidation serait en conséquence éventuellement demandée par l'un des porteurs d'obligations.

Article 29 : Cet article est assez peu compréhensible. En particulier la subordination entre parts et obligations permet-elle d'isoler des créances ? ou est-ce, au contraire, un même ensemble de créances dont les flux sont répartis selon différentes méthodes, qui conduit à la subordination des parts ?

Article 30 met sous la responsabilité de l'établissement gestionnaire-dépositaire, la tenue du registre des porteurs de parts ou d'obligations nominatives. On peut s'interroger sur l'utilité de déroger au droit commun.

Article 31 est intéressant. Cependant, il semble contrevenir à des dispositions du Code des Contrats et Obligations, et il serait utile de le préciser explicitement. Par ailleurs, on ne comprend pas tellement l'intérêt d'opérations où l'initiateur se porte acquéreur de ce qu'il a vendu. Si tel était le cas de façon excessive, on pourrait craindre un développement circulaire et donc peu productif du marché. En particulier, on pourrait craindre des déviations fiscales par lesquelles l'initiateur vendrait à perte, pour engendrer une perte compensée par des profits futurs, ou l'inverse. Les deux options ne semblent pas aller dans le sens d'une transparence accrue des marchés.

Mais si cette latitude vise d'abord à permettre une animation du marché secondaire par l'initiateur, ce qui serait un objectif louable, il faudrait introduire une séparation plus stricte entre les différentes responsabilités d'une opération.

Article 32 : Je ne comprends pas très bien l'article 32, sauf qu'il semblerait autoriser un FPCT à acheter des parts ou des obligations au gré de l'établissement gestionnaire, dans les conditions définies dans le règlement. Ceci me paraît ouvrir, en tout cas pour les obligations émises par un FPCT, une brèche au droit commun (traditionnellement une société qui rachète ses obligations est sensée les détruire, et une action similaire ne peut être requise d'un FPCT car elle nécessiterait la destruction simultanée des créances auxquelles étaient adossées les obligations).

Article 33 : Cet article établit l'établissement gestionnaire-dépositaire avec la diligence d'un mandataire aux termes du 1er alinéa de l'article 903. Il est vrai que seul le 1er alinéa de l'article

903 est rÉfÉrencÉ ici, toutefois, le mandataire est typiquement investi d'un pouvoir qui est donnÉ par un mandant. Dans le cas prÉsent on se demande qui pourrait Être le mandant de l'Établissement gestionnaire-dÉpositaire, si ce n'est le FPCT reprÉsentÉ par l'Établissement gestionnaire-dÉpositaire lui-mÊme.

Par ailleurs, dÈs lors que le mandataire rÉpond des dommages causÈs au mandant par le dÈfaut de diligence, cela met † la charge de l'Établissement gestionnaire, et dans les mains d'un obligataire ou d'un porteur de part, un pouvoir et un risque qui sont hors de la normale.

Chacun des tirets mÈrite un commentaire sans doute moins important†:

1er turet : "*perÁoit les liquiditÈs*"†: en rÉalitÈ c'est l'initiateur qui perÁoit les liquiditÈs car c'est lui qui a les relations avec la clientÈle, donc en fait l'Établissement gestionnaire ne perÁoit pas les liquiditÈs, il donne mandat † quelqu'un pour percevoir † sa place.

3Ème turet : "*il place les liquiditÈs en attente de distribution, conformÈment au rÈglement de gestion*" : il serait utile de limiter ces possibilitÈs, et l† il importe de se rÉfÉrer au 8Ème turet qui autorise l'Établissement gestionnaire-dÉpositaire † se prÍter † lui-mÊme les liquiditÈs ; ce qui me paraît Être un usage in appropriÉ du bien d'autrui, d'autant plus qu'un Établissement gestionnaire-dÉpositaire n'est soumis † aucun contrÔle de qui que ce soit.

4Ème turet : "*proposition de tous documents † titre reprÉsentatif*" : les contraintes de prÍt sont en gÈnÈral Établies et conservÈes par l'initiateur. Si l'initiateur conserve la relation commerciale avec l'emprunteur, il est quasiment impossible donner possession dudit contrat † un tiers. En effet, dÈs qu'il y aura une question (ce qui est courant sur les contrats) il faudra que celui qui entretient la relation commerciale, demande † l'Établissement gestionnaire-dÉpositaire de ressortir le contrat, puis le rende, etc. ce qui donnerait lieu † des manipulations inutiles, et contraires aux intÉRÍts des emprunteurs et des porteurs de parts et obligataires.

Le 5Ème turet *†exerce les autres fonctions et assume ses autres responsabilitÈs†* me paraÓt excessivement vague.

Le 6Ème turet "*Il exerce tous les droits inhÉrents ou attachÈs aux actifs*" implique la possibilitÈ de faire vendre en justice un bien donnÉ, en garantie du paiement d'une dette. Cette possibilitÈ passe nÈcessairement par un mandat explicite, il serait alors utile de prÉciser ici qu'un mandat en gÈnÈral est suffisant.

Le 7Ème turet: non seulement il *†peut ester en justice pour faire valoir les droits des porteurs de parts et d'obligations†*, mais il doit le faire ; et cette notion de devoir devrait Être appuyÈe.

Le 8Ème turet : Comme un commentaire prÉcÈdent le soulignait, il me paraît dangereux d'autoriser l'Établissement gestionnaire † utiliser des actifs ou des liquiditÈs appartenant † un FPCT, pour ses propres besoins, mÊme si cette facultÈ est prÉvue au rÈglement de gestion.

Le 9Ème turet est en fait un turet qui autorise l'Établissement gestionnaire † dÉlÉguer l'administration de certains actifs. C'est sans doute par ce point que certains voient la possibilitÈ ouverte † l'Établissement gestionnaire-dÉpositaire, de faire gÈrer les crÉances par l'Établissement

initiateur, qui serait appelé ici "administrateur délégué". Or, il semble que la construction prévue aille tout à fait dans le sens inverse. En réalité, la situation actuelle est celle d'un initiateur prêteur qui a prêté de l'argent et qui en gère la récupération au fil du temps. Il a, avec ses emprunteurs, des relations commerciales : il les connaît, il connaît leurs possibilités, il connaît le gage, il serait donc tout à fait superflu et dangereux de modifier cette relation. En fait il serait plus constructif de prévoir que l'établissement gestionnaire-dépositaire fait gérer les actifs par l'initiateur, sauf à transférer exclusivement cette gestion. Notons ici que la question de la transformabilité de la gestion de créances est une question délicate en droit codifié, puisque certains emprunteurs pourraient arguer de ce qu'ils ont une relation avec un prêteur et, la modification de ce créancier pourrait conduire à novation, et donc à modification des conditions du prêt. Il serait donc important, dans le cadre d'un projet de loi sur la titrisation, de prévoir que telles exceptions ne pourront être soulevées.

Dernier tiret : L'établissement gestionnaire-dépositaire peut entreprendre des opérations de couverture. Encore une fois, ces opérations sont typiquement des opérations à effet de levier important, donc pouvant inclure des dangers significatifs pour les porteurs de parts obligataires. Il serait bon que ces opérations soient contrôlées, soit par l'adjonction d'un dépositaire, soit en limitant les possibilités qu'aurait l'établissement gestionnaire-dépositaire de prendre des risques.

Article 39 : Ce n'est pas l'établissement gestionnaire-dépositaire qui sous-délegue une partie de ses responsabilités à un administrateur délégué, mais plutôt l'inverse. En cas de remplacement de l'établissement gestionnaire-dépositaire, il ne serait pas nécessaire que ledit administrateur délégué soit modifié, puisqu'en fait ce dernier gère les créances pour le compte du fonds, et non pas pour le compte de l'établissement gestionnaire-dépositaire.

Article 40 : Comme l'article 38, cet article donne à la Caisse de dépôt et de gestion un rôle privilégié, qui n'est pas nécessairement justifié ici.

Article 41 : Il serait dangereux de laisser les héritiers des porteurs de parts ou d'obligations, prévoir des facultés de partage de FPCT en cours d'existence ; cela conduirait sans doute à la création de FPCT temporaire, dans le seul but de les partager, ce qui risque d'inciter à des détournements d'objet de loi.

Article 42 :

Article 43 est assez délicat à interpréter. On ne voit pas très bien comment le FPCT (qui n'est lui-même qu'une agrégation de parts), représenté par l'établissement gestionnaire-dépositaire, ne

rÈpond pas des dettes de l'Ètablissement gestionnaire-dÈpositaire. Il vaudrait mieux laisser ces aspects au rÈglement du fonds, et aux relations entre les parties ; Ètant clair que, dÈs lors que l'Ètablissement gestionnaire-dÈpositaire agit toujours dans l'intÈrÊt des porteurs de parts ou des obligataires, il ne saurait y avoir confusion.

Article 44 rÈgit les relations entre les parties, et il n'y a pas vraiment de raisons fondamentales pour faire des exceptions ‡ la rÈgle de droit commun, et il semble y avoir peu d'intÈrÊt ‡ y consacrer un article spÈcial.

Article 45 semble complÈtement inutile.

Article 46 : Il serait bon de prÈvoir qu'un FPCT ne doit pas continuer ‡ vivre, aprÈs l'extinction de la derniÈre crÈance. Par ailleurs, il faudrait prÈvoir la possibilitÈ ‡ un FPCT de procÈder ‡ une liquidation anticipÈe en fonction du rÈglement, mais on ne sait pas trÈs bien oÙ cette possibilitÈ trouverait sa place dans ce texte,. Toutefois le 2Ème tiret prÈvoyant "*dans tous les autres cas prÈvus par le rÈglement de gestion*" semble excessif dans ce sens, puisqu'il permettrait la mise en oeuvre de FPCT ÈphÈmÈres.

Article 47 : Qu'est-ce que *il le fait entraÔnant liÈtat de liquidation* ? et Pourquoi le publier au Bulletin Officiel et dans un journal d'annonces lÈgales ? On semble appliquer au FPCT les clauses d'un commerce ou d'une sociÈtÈ, alors qu'il n'a pas de personnalitÈ morale.

Article 48 : On s'interroge sur l'utilitÈ de cet article, puisque la deuxiÈme phrase rapportÈe ‡ la premiÈre, confond un peu le lecteur : cela permettrait ‡ un porteur de parts de prÈtexter n'importe quels errements, pour arguer que l'Ètablissement gestionnaire-dÈpositaire n'assume pas les fonctions de liquidation et donc de faire dÈsigner un nouveau liquidateur par un ministre chargÈ des finances (encore une fois pris ‡ parti).

TITRE IV

DE LA CESSION D'ACTIFS ¶ UN FPCT

Chapitre Premier

De la cession des créances

Article 49 n'apporte rien par rapport aux articles précédents.

Article 50 : Cet article explicite que la cession se fait par bordereau.

Article 51 précise dans un premier temps que la cession transfère, de plein droit, la pleine et irrévocable et incommutable propriété de la créance. Quid des autres droits ? Si l'option est conservée, d'autoriser la cession de droits intellectuels ¶ venir, comment cette cession pourrait-elle être organisée en vertu de cet article 51 ? Quant ¶ la deuxième phrase, elle relève d'une interprétation de normes comptables et, ¶ mon sens, n'est pas justifiée dans un texte de loi.

Article 52 est extrêmement général, il semble d'ailleurs contrevenir ¶ certains articles du code des contrats et obligations, si cela était le cas, il serait utile de le préciser et de procéder ¶ la modification concomitante dudit code.

Article 53 énonce les indications que doit comporter le bordereau. Tout d'abord, il pourrait être signé, non seulement par l'initiateur qui est donc le vendeur, mais également par l'acheteur, donc par l'établissement gestionnaire-dépositaire, qui se borne ici ¶ le dater. Les énonciations devraient, ¶ mon sens, relever d'un décret ; il semble que dans un cas semblable, la loi énumérerait les énonciations d'un bordereau. Il importe de noter que l'imprécision qui est demandée semble un peu excessive dans ce texte. Par exemple, supposons que le taux d'intérêt change, faudra-t-il faire un acte modificatif du bordereau ; si le taux d'intérêt est variable, il faut non pas noter le taux mais la marge et l'indice ; si ¶ terme, il y a une modification des retards, faudra-t-il faire un amendement au bordereau ? Toutes ces questions résultent d'un détail apparemment excessif dans le texte légal, ce qui n'empêche pas de développer un détail au moins identique, et si nécessaire supérieur, par un autre texte.

Enfin la nécessité de faire figurer le prix sur le bordereau lui-même n'est pas nécessairement constructive. En effet, le bordereau devra de temps en temps être produit, soit en justice, soit auprès des tiers pour prouver que la cession a eu lieu, or ceux-ci ne sont pas nécessairement concernés par le prix de la cession elle-même, il serait donc préférable que ce prix soit mentionné ailleurs.

Article 54 : A nouveau, il importe de noter que la remise des documents au cessionnaire, et titres représentatifs ou constitutifs des créances cédées et leurs accessoires et s retès, n'est absolument pas pratique. A noter que l'obligation de remplacer les créances défaillantes est équivalente à une garantie de bonne fin, or il n'y a aucune raison d'imposer cette garantie. Nous relevons dans cet article que la deuxième phrase n'est pas ponctuée, ou peut-être pas achevée.

Article 55 : Aucune raison ne justifie que le résidu du patrimoine d'un FPCT soit reversé à l'initiateur. Certains pourraient d'ailleurs acheter tout ou partie de ce résidu dès la mise en place de l'opération, car il y a en fait résidu régulièrement : à supposer que les créances appellent des paiements mensuels, et que les obligations sont payées trimestriellement, comme il y a nécessairement un excès qui est créé de façon à assurer la sécurité des obligataires et porteurs de part, il y a, à chaque trimestre, un résidu qui pourrait être versé à un tiers. Enfin imposer cette rétrocession de créances, les mêmes formalités qui portaient sur l'actif, n'est pas simplificateur. A noter que dans toutes ces opérations de cessions, l'emprunteur n'est jamais mentionné.

Article 56 : *« Transfère les s retès, garanties et cautionnements, et tout droit accessoire »* : Il serait utile de modifier le code des contrats et obligations, ou de préciser que ceci n'est pas novation. En même temps, il faut prévoir les cas où les garanties et cautions envisageraient de se libérer en payant directement l'initiateur, donc il faut au moins que ceux-ci soient informés.

Article 57 : Cet article est très bien et très complet ; cependant, il est indispensable d'informer le débiteur, le garant, la caution, sans quoi ceux-ci pourraient se tromper de créancier, et ce de bonne foi, ce qui serait pas très dommageable.

Article 58

Article 59 : L'article 59 met le doigt sur toute la contradiction d'une cession sans notification au débiteur, puisque celui-ci peut donc se libérer auprès de l'initiateur, qui pourrait être tenté de conserver des sommes appartenant au FPCT.

Une notification par simple courrier est intéressante, mais pourquoi lui donner effet trente jours après sa mise à la poste?

Enfin, la phrase suivante, disant que *le débiteur est tenu de payer la personne indiquée dans la notification* semble supposer que la notification doit nécessairement indiquer un nouveau payeur. Or cette notification pourrait simplement être faite à titre d'information, la personne qui payer pourrait ne pas être modifiée jusqu'à nouvel ordre donné par l'établissement gestionnaire, ou pour le compte du FPCT. Par ailleurs il serait utile de préciser le sort des exceptions qu'auraient pu soulever un débiteur mécontent contre son créancier initial, puisque dès lors que la créance est cédée et que le débiteur a connaissance de cette cession, il a maintenant un nouveau créancier, mais cette entité peut éventuellement être envers lui.

Article 60 est particulièrement intéressant, puisqu'il donne au FPCT un droit de préférence par rapport au liquidateur, dès lors que l'emprunteur (ou un autre débiteur, garant ou caution) a été informé de la cession. Il serait utile de modifier le Code du commerce ou le Code civil en ce sens. Par ailleurs, il pourrait également être utile de préciser le rang de cette somme par rapport aux salariés ou au Trésor (ou autres entités super-privilegiées, en cas de liquidation d'un établissement initiateur).

Article 61 est une nouvelle illustration de la confusion quasi permanente entre l'établissement gestionnaire-dépositaire qui gère globalement les actifs (théoriquement pour le compte exclusif de leurs propriétaires), et un administrateur des actifs, qui a la relation commerciale avec les emprunteurs. Par ailleurs, ouvrir un compte distinct au nom de l'établissement gestionnaire-dépositaire mais à l'intention du FPCT ne semble pas très utile ; pourquoi ne pas ouvrir un compte bancaire au nom du FPCT, lequel compte ne pourrait être mouvementé que par l'établissement gestionnaire-dépositaire ou un mandataire désigné à cet effet.

Article 63 : On s'interroge sur l'utilité d'exempter la cession de l'application de l'article 210 du Code des obligations, lequel article nous dit *"dans tous les cas de cession d'un fonds de commerce, d'une hérédité ou d'un patrimoine, les créances du fonds de commerce, de l'hérédité ou du patrimoine cédés peuvent, à partir de la cession, exercer leurs actions tel que le droit contre le précedent débiteur et contre le cessionnaire conjointement à moins qu'il n'ait consenti formellement à la cession"*.

"L'acquéreur ne répond toutefois qu'à la concurrence des forces du patrimoine à lui cédé tel qu'il résulte de l'inventaire de l'hérédité. Cette responsabilité du cessionnaire ne peut être restreinte ni écartée des conventions passées entre lui et le précédent débiteur". Quelle est la partie de cet article 210 qui ne s'applique pas, et pourquoi ?

L'article 575 du Code de Commerce stipule que : *"les créances nées régulièrement après le jugement d'ouverture du redressement sont payées par priorité à toutes autres créances assorties"*

ou non de privilèges ou de sûretés". Les cessions dans le cadre d'opérations de titrisation sont donc exemptées de cet article, ce qui semble avantageux, mais il faudrait donc préciser (§ l'article 575), que cette priorité n'a pas lieu d'être pour les créances qui ont été cédées § l'occasion d'une opération de titrisation. Compte tenu de cette complexité, on peut s'interroger sur l'intérêt de cette modification de priorité en cas de cession, et on peut craindre que les avantages dépassent les inconvénients.

L'article 619 alinéa 3 stipule que le jugement qui prononce la liquidation judiciaire emporte de plein droit dessaisissement pour le débiteur de l'administration et de la disposition de ses biens.

L'article 657 alinéa 1er stipule que *"le jugement ouvrant la procédure emporte de plein droit interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture."*

L'article 658 stipule que *"tout acte ou tout paiement passé en violation ... est annulé"*.

Enfin les articles 680 § 682 prévoient les modalités de détermination de la date de cessation, prévoient la nullité de certains actifs et donnent au tribunal pouvoir d'annuler certains actes.

En fait la non application de ces articles dans le cadre d'opération de titrisation revient § modifier les priorités de paiement et la validité de certains actes réalisés par le débiteur, lorsque celui-ci est une société mise en liquidation. Sur le plan des principes généraux de droit, on peut s'interroger sur l'utilité de ce type de modification. Non seulement cela impliquera qu'une société ne pourra plus être évaluée de la même façon, selon qu'elle a, ou non, des dettes titrisées ; mais de plus, ces exceptions pourraient faciliter les opérations semblables § des manoeuvres frauduleuses.

Par exemple, si ces modifications de priorité devaient être maintenues, rien n'empêcherait un créancier qui sait que son débiteur va bientôt être soumis § liquidation de vendre sa créance § un FPCT dont il détient les parts (ce qui est autorisé explicitement par d'autres articles de la présente loi), de façon § modifier ses droits, et § les rendre prioritaires par rapport aux autres créances. Je ne pense pas que sur le plan d'une équité en général, de telles modifications soient nécessaires.

Article 64 introduit le 2^{ème} chapitre qui parle de la cession de créances hypothécaires et mentionne que d'autres textes réglementaires pourront préciser certaines modalités. Je ne pense pas que cet article 64 soit indispensable.

Chapitre II

De la cession de créances hypothécaires

Article 65 : Encore une fois, un article de cette loi modifie de façon très importante une autre loi, et il serait plus logique que la modification soit faite dans la loi elle-même.

Article 66 exprime que l'inscription de la cession d'une créance hypothécaire est facultative, mais qu'aussi longtemps que cette inscription n'est pas faite, l'initiateur exerce, pour le compte du FPCT, les droits du créancier hypothécaire. Voilà encore une contradiction, puisque dans un article précédent, il était mentionné que cet exercice était fait par l'établissement gestionnaire d'épaveur. Il est à noter que, dans la mesure où la procédure de récupération d'un bien est une procédure judiciaire, il paraît nécessaire de prévoir ici un mandat explicite.

Article 67 est très mécanique. En effet, pour un ensemble de prêts hypothécaires nombreux, le processus sera très compliqué et très (peut-être trop) lourd.

On peut d'ailleurs s'interroger sur l'utilité de cet article : dès lors qu'un créancier est inscrit et que les droits attribués par cette inscription ne sont pas vraiment modifiés, qu'apporterait la simple modification du nom du créancier ?

Articles 68 et 69 complètent l'article 67 et appellent les mêmes commentaires.

Article 70 : Tout d'abord, l'entité à inscrire devrait être indiquée : est-ce le FPCT, est-ce l'établissement gestionnaire-dépaveur, est-ce simplement le fait que la créance a été l'objet d'une opération ?

La fin de l'article indique que *« l'inscription est effectuée nonobstant toute saisie ou commandement sur l'immeuble »*. Encore faudrait-il déterminer laquelle des inscriptions prime ? Est-ce cette inscription tardive, ou est-ce l'inscription intermédiaire ? Dans le premier cas, il pourrait y avoir un conflit.

Enfin, il serait utile de préciser comment devraient être traités des événements qui sortent un peu de la normale. Par exemple, lorsque les termes d'une créance hypothécaire ont été remodifiés, et que l'inscription n'a pas été prise en vertu des exonérations apportées par la présente loi, le créancier qui a procédé à l'inscription d'un commandement ou d'une saisie, postérieurement à la première cession, mais antérieurement à la modification, conserve-t-il une position secondaire, ou prend-il automatiquement la première position ?

D'une manière générale, il semble extrêmement dangereux, léger et peu sérieux de modifier le fonctionnement d'un registre hypothécaire de façon aussi unilatérale que le fait la présente loi. Cela risque de nuire à la fiabilité générale.

Article 71 : Sans commentaires.

Article 72 : Si l'inscription hypothécaire devient opposable aux tiers à la date inscrite sur le bordereau, on peut s'interroger sur l'utilité de l'article 70, et l'intérêt d'une inscription tardive du transfert.

Article 73 : Mêmes commentaires que précédemment (article 70 en particulier) sur les dangers à modifier une loi importante et complexe. Cela ouvre la voie à des abus, puisque l'acte de cession est un acte privé, alors que l'inscription devient un acte public. La possibilité de donner à une inscription une date déterminée d'après la signature d'un document privé, est une passerelle dangereuse entre ces deux catégories de documents.

Article 74 continue d'illustrer la complexité et la lourdeur de ce type d'inscription. En effet, il demande que soit *notifiée à chaque conservateur de propriété foncière la nomination d'un administrateur délégué et son remplacement, ainsi que le remplacement de l'établissement gestionnaire-dépositaire*. On voit bien que cette notification introduit une complexité extraordinaire et pratiquement ingérable (sans parler de son coût), dès lors qu'il y a inscription, puisque cela rend très difficile toute modification d'un établissement gestionnaire-dépositaire ou d'un administrateur délégué. Enfin, on peut s'interroger sur l'utilité de connaître l'établissement gestionnaire-dépositaire ou l'administrateur, dès lors que ce qui intéresse véritablement le créancier, c'est le fait qu'il existe une inscription pouvant éventuellement primer son droit.

Article 75 modifie la loi du 17 décembre 1968. Il serait bon de faire une modification de la loi elle-même, et non pas encore une fois une modification indirecte comme c'est l'option retenue ici.

Article 76 : Mêmes commentaires que pour l'article 75.

Article 77 ne me paraît pas pertinent, puisque, ou bien le pourcentage et ses caractéristiques sont déjà du ressort de la loi relative au crédit foncier, ou bien il n'y a pas grand intérêt à modifier celle-ci.

Article 78 : L'article 78 exige que les notifications aux débiteurs et aux tiers soient faites par courrier recommandé avec accusé de réception. On peut s'interroger sur l'intérêt de ce rigorisme puisqu'il appartient aux parties en présence (c'est-à-dire l'établissement gestionnaire-dépositaire et l'initiateur) de déterminer les moyens de s'assurer que le débiteur, ou ses garants et cautions, ne paieront pas indûment. Si l'initiateur est de bonne réputation, il n'y a pas de raison de modifier le

circuit de paiement. Si par contre sa pérennité est mise en danger, alors il est peut-être préférable de le faire par courrier avec accusé de réception.

Article 79 : Mêmes commentaires

Article 80 : Je ne connais pas suffisamment la loi du 12 août 1912 pour commenter là-dessus.

Article 81 : L'article 81 me paraît dangereux : la possibilité de prévoir une taxe spécifique n'est pas un élément propre à faciliter le développement d'un véritable marché. Ou bien l'inscription est nécessaire, auquel cas il vaut mieux qu'elle soit gratuite ; ou elle est facultative, et alors il vaudrait mieux qu'elle soit gratuite, sans quoi elle n'aura jamais lieu. Mais en tout cas, le montant de l'impôt devrait être très faible.

Article 82 impose à l'initiateur de "*garantir que celui qui porte l'hypothèque est propriétaire de l'immeuble et que l'hypothèque a été validement créée. Ces deux garanties sont d'ordre public.*" Je pense que, mettre à la charge d'un établissement initiateur, des garanties d'une telle ampleur (et qui plus est d'ordre public) est un exercice dangereux. En effet, dès qu'il y aura un problème, l'établissement gestionnaire-dépositaire (s'il est vraiment indépendant de l'initiateur) va se retourner contre ce dernier, à qui il est en réalité pratiquement impossible, de garantir la bonne tenue des registres hypothécaires et le bon travail des fonctionnaires. D'autant plus que si l'une des affirmations mentionnées à cet article se révélait fautive, il est probable que l'acquéreur aurait de toute façon un droit à compensation, en vertu de l'indemnisation contre les vices cachés.

Article 83 semble mentionner que, de toutes façons, la cession d'une créance peut être faite avec ou sans notification et que, dans tous les cas, cette cession est opposable aux débiteurs et aux tiers. Il en est de même du transport de l'hypothèque. Donc on peut s'interroger sur l'utilité de prévoir tous les mécanismes ci-dessus dont l'intérêt, me semble, au demeurant, particulièrement limité.

Article 84 me reste obscur.

Chapitre III

De la cession d'autres actifs

Article 85 ne semble rien apporter à l'édifice juridique, puisqu'il exprime simplement que la cession d'autres éléments d'actifs (*à la cession d'autres éléments d'actif à un FPCT*) sera régie soit par voie réglementaire, soit par le droit commun, ce qui me semble être aujourd'hui une tautologie.

Chapitre IV

Autres dispositions

Article 86 précise que le FPCT n'achète des créances qu'une seule fois, ce qui semble contredire d'autres articles de la loi. Par ailleurs, il serait important de procéder à des exceptions limitées. Par exemple, il arrive souvent que l'on s'aperçoive a posteriori que certaines créances sont affectées d'un vice ; cette découverte peut survenir quelques mois après la cession effective. Dans ce cas, il est plus économique de remplacer la créance défectueuse par une autre créance, échange qui est assimilé à une cession, qu'il serait inopportun d'interdire.

Article 87 évidemment contredit un peu l'article 86, puisqu'il autorise le placement de liquidités en d'autres créances, formant partie du patrimoine d'actifs de l'initiateur.

Tout d'abord il semble important d'attirer l'attention sur les conflits d'intérêts que pourrait impliquer cette flexibilité. Par ailleurs, la deuxième partie du paragraphe qui traite des caractéristiques telles que nature, rendement et garantie des créances, n'ont pas vraiment lieu d'être dans un texte de loi, mais devraient plutôt être laissées aux relations contractuelles entre les parties.

Article 88 est extraordinaire dans ses aspects de fourre-tout, puisqu'il prévoit que les dispositions du titre IV prévalent même sur les articles de présente loi. Il serait bon dans le premier jet d'un texte législatif qu'une loi ne comporte pas un nombre excessif de contradictions. Dès lors que l'on s'est assuré de cette caractéristique, l'article n'a plus vraiment lieu d'être.

Chapitre V

Obligations du FPCT

Article 89 semble offrir la possibilité de constituer un FPCT, avant que ses parts ou obligations ne soient émises. Ce qui pose tout de suite la question de son financement, dont nous savons qu'elle a été traitée (mais de façon superficielle) par ailleurs. Faire établir une note par un initiateur, sans qu'il y ait d'arbitre, ne semble pas très prudent en la matière.

Article 90 : Comme l'article 89 déterminant les caractéristiques que doit satisfaire une note d'information, ces éléments relèvent plutôt d'un aspect réglementaire. Il serait également bon qu'il y ait un arbitre, par exemple le CDVM ou bien une entité créée ; cette entité devant être indépendante de la place financière aujourd'hui, et apte à assurer une transparence et une crédibilité des documents.

Cette question est reprise ailleurs dans le présent rapport.

Article 91 à 93 : Sans commentaires.

Article 94 : Le dernier segment de phrase ("*tout en tenant compte des dispositions de la présente loi*"), me paraît assez obscur, puisque nulle part dans la présente loi, je n'ai vu de contraintes comptables.

Article 95 : Sans commentaires.

Article 96 limite la fonction du Commissaire aux comptes à la vérification des comptes, alors qu'on pourrait imaginer qu'il ait un mandat plus élargi, et l'autoriser à contrôler la conformité des décisions de l'établissement gestionnaire-dépositaire ou le règlement du fonds.

Article 98 : stipule que les FPCT doivent communiquer à la Banque Al Maghrib les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires. Il serait utile de mettre ce devoir à la charge des établissements gestionnaire-dépositaire, puisque les FPCT n'ont pas de personnalité morale. Par ailleurs, il faudra prévoir les modalités par lesquels la Banque Al Maghrib définit les informations requises, puisque dès lors que les créances sortent des bilans des établissements

bancaires, la tutelle de la banque Al Maghrib n'est pas Évidente. De mÍme, le caractÈre monÉtaire des flux ayant trait aux FPCT n'est pas non plus acquis.

Chapitre VI

Dispositions fiscales

Article 99 : Il serait préférable de faire revoir cet article par un expert de la fiscalité marocaine, un domaine très important pour les FPCT. Le processus doit être transparent, c'est-à-dire ne pas introduire de modification de la fiscalité globale. Au-delà de l'impôt sur les sociétés qui semble être traité par le 3^{ème} tiret, et l'impôt des patentes traité par le 2^{ème} tiret, il serait peut être utile de préciser la situation de ces FPCT, par rapport à la taxe sur la valeur ajoutée, et sur les droits de timbre ou autres droits qui pourraient être dus au Comité Déontologique des Valeurs Mobilières, si les parts ou les obligations devaient être cotées.

Article 100 peut bénéficier du même commentaire que l'article 99 (absence de création de distorsion).

Article 101 : N'étant pas un expert du droit fiscal marocain, je ne puis commenter cet article. Cependant, s'il se réfère à la période du 1^{er} janvier au 30 juin 1996, il n'a peut être pas grand intérêt aujourd'hui en octobre ou novembre 1997.

Chapitre VII

Des sanctions

Articles 102 ‡ 107 : Ces articles n'appellent pas de commentaires particuliers, sinon qu'il serait peut être utile de les mettre en cohérence avec les articles correspondants sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Chapitre VIII

Dispositions finales

Article 108 limite les opérations de titrisation aux opérations ne faisant pas appel public à l'épargne, portant sur des créances hypothécaires au logement, et dont l'initiateur est un établissement de crédit, et réserve les autres opérations de titrisation à la voie réglementaire.

Nous verrons par ailleurs que ces restrictions ne contribuent pas nécessairement à un développement rapide du système.

Article 109 donne à la présente loi priorité sur *à tout autre dahir ou dahir portant loi ou autre disposition législative ou réglementaire* dans la mesure où celles-ci seront inconsistante ou en conflit. Ceci me paraît excessif, malgré l'importance qu'à titre personnel, j'attache au développement de la titrisation au Maroc. Il faut cependant rester réaliste, le développement de la titrisation ne constitue tout de même pas un aspect vital pour le développement du pays.

Article 110 : *La présente loi sera publiée au Bulletin Officiel*. Très bien.

II. COMPLETER PAR LES TEXTES REGLEMENTAIRES NECESSAIRES

Dans cette partie, nous établirons les éléments qu'il sera nécessaire de mettre en place pour compléter le dispositif législatif. Ces éléments ont été séparés en deux grandes catégories relevant des deux sous-parties ci-dessus : une partie qui résulte des ajustements des clauses entre, d'une part les éléments relevant de la législation et proprement parlée, et d'autre part ceux qui relèvent d'une réglementation ; et une deuxième partie qui a trait aux textes complémentaires stricto-sensu. Bien évidemment, en ce qui concerne la première partie, certains des points qui sont mentionnés pourraient être inclus dans la loi, si notre recommandation n'était pas suivie.

A. CE QUI RÉSULTE DE LA SÉPARATION ENTRE LOI ET RÉGLEMENTATION

En ce qui concerne les textes complémentaires, qui résultent de la séparation proposée entre les textes légaux et les autres, il nous paraît important de retenir un principe : il faut inclure dans la voie réglementaire tous les éléments qui sont susceptibles d'évoluer plus rapidement qu'un texte législatif, sous l'effet des souhaits d'orientation de l'exécutif marocain. Il faut aussi inclure dans cette partie, les éléments qui reflètent la simple application d'une disposition législative. Ainsi, compte tenu de l'état nécessairement temporaire du texte législatif, cette section se contente de recommandations.

A la cession : d'une manière générale, les énoncés des bordereaux de cession relèvent d'une disposition réglementaire qui pourrait mentionner les caractéristiques et inclure de façon inévitable dans un bordereau.

Relèveraient également de la réglementation, les normes comptables qui devraient être utilisées par un organisme de titrisation.

Les règles générales d'investissement de la trésorerie devraient également faire l'objet de la réglementation, et non pas de la législation, puisqu'avec la libéralisation et le développement de cette technique, le titre de rinvestissement potentiellement autorisable par un organisme de titrisation pourrait évoluer avec le temps.

Les caractéristiques des créances cédées devraient également faire l'objet de la réglementation, et non pas de la loi. Cela permettrait de limiter, si tel était le choix gouvernemental, les premières opérations aux créances hypothécaires, et d'étendre plus facilement au cours du temps, le champ des créances titrisables.

Il faut aussi préciser, sans doute dans le cadre réglementaire, les opérations annexes qu'un organisme de titrisation pourrait être autorisé à effectuer. Il s'agit, par exemple, des opérations de couverture contre le risque de taux, les opérations de garantie contre le risque de défaillance ou le risque de change, éventuellement les opérations d'échange de devises, les conditions dans lesquelles la gestion des créances pourrait être transférée, etc.

B. TEXTES COMPLÉMENTAIRES

Au-delà des compléments qui résultent de la nouvelle répartition entre loi et règlement, certains textes doivent être adoptés pour parfaire le dispositif. Il s'agit de textes qui relèvent d'autres autorités que l'autorité directe du ministère des finances, dans la mesure où celui-ci a émis des réglementations dans les domaines de juridiction qui lui sont propres. Tout particulièrement, les textes réglementaires concernent les règles de fonctionnement de marché, la réglementation des établissements de crédit, la réglementation des assurances, la fiscalité, et plus particulièrement le droit foncier. Un exemple des textes correspondants libellés dans le droit français et le droit belge est inclus en annexes 4 et 5. Chacun de ces domaines est abordé ci-dessous.

1. Relevant des règles de fonctionnement du marché (sans doute à faire préciser par le CDVM).

L'adaptation des règles de fonctionnement de marché, pour tenir compte de l'introduction d'un organisme de titrisation, sera d'autant plus important si notre recommandation précédente est suivie, c'est à dire s'il est possible dès la promulgation de la loi, de créer des fonds communs de créances faisant appel public à l'épargne. Une réglementation par le Comité Déontologique des Valeurs mobilières sera aussi utile dans la mesure où on souhaite que les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), soit autorisés à acquérir des parts ou des obligations représentatives de créances.

Il faut tout d'abord préciser quel type de société peut être une société de gestion, et quelles sont les règles de séparation des intérêts entre la société de gestion d'une part, et l'initiateur ou le cédant des créances d'autre part. Ces contraintes relèvent du domaine plus général des règles déontologiques qui voudrait une séparation des pouvoirs entre l'initiateur, vendeur des créances, qui dans la plupart des cas en conservera la gestion, et qui a donc certains objectifs, et d'autre part les investisseurs qui ont typiquement d'autres objectifs. Une telle séparation est indispensable pour garantir une impartialité totale en toutes circonstances. Même si l'initiateur est d'excellente réputation, celle-ci est susceptible d'évoluer et dépend étroitement du personnel en place. Dans les deux exemples précédemment cités (les cas français et belge), les contraintes sont très strictes entre l'organisme de titrisation, quelle qu'en soit la forme, et la société qui gère ledit organisme, dès lors qu'il y a appel public à l'épargne.

De même, il appartient au Comité Déontologique de Valeurs Mobilières (CDVM) de préciser les modalités, les fréquences et le détail des informations qui doivent être fournies au marché. Ces informations étant souvent plus facilement disponibles auprès de la société de gestion, il serait logique d'imposer à celle-ci de diffuser lesdites informations.

Enfin, la partie miroir de la partie cession (c'est-à-dire le réinvestissement) doit également être traitée par le CDVM, et il serait utile que le CDVM précise les conditions et les contraintes dans lesquelles un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut acquérir des parts ou obligations d'organisme de titrisation, et les modalités de valorisation de celles-ci. Enfin, dans son rôle traditionnel de contrôle de l'admission à la cote officielle d'instrument financier, le CDVM devra bien entendu préciser les procédures selon lesquelles un organisme de titrisation peut voir ses parts ou obligations inscrites à la cote officielle, ou faire plus traditionnellement appel public à l'épargne.

2. Relevant de la réglementation des Établissements de crédit (sans doute à faire préciser par la banque Al Maghrib).

Le Comité pour la réglementation des Établissements de crédit doit préciser un ensemble d'écritures et de contraintes qui s'imposent normalement aux organismes ayant cédé les créances. Ces différentes réglementations relèvent sans doute de la banque Al Maghrib.

Règles comptables et prudentielles applicables dans le cadre d'opérations de titrisation

Tout d'abord, il faut préciser les règles comptables et prudentielles qui seraient appliquées à un établissement participant à une opération de titrisation. Dans un premier temps, lors de la cession des créances, il importe de préciser le traitement de celles-ci dans la comptabilité de l'établissement cédant. Par exemple, compte tenu des différentes garanties qui pourraient entourer la cession, il faudrait préciser qu'une cession de créances à un organisme de titrisation est comptabilisée comme une cession de créances sur les plans comptables et prudentiels. Ensuite le traitement des différents types de garanties que pourrait donner le cédant est évidemment important. Dans un premier temps, il est utile que le cédant lui-même garantisse au moins partiellement la bonne fin des créances. Dans ce cas par exemple, le cédant pourrait garantir les premiers 10% de perte sur un ensemble de créances (ce chiffre de 10% est retenu dans un but exclusivement illustratif). Sachant que ces 10% représentent en fait un concentré du risque, il serait utile que l'on précise les modalités d'enregistrement de cet engagement. Ces modalités sont, soit une amputation totale des fonds propres à hauteur du montant garanti, soit de façon plus classique, dans un effort de démarrage du marché, simplement le montant brut de l'engagement.

Enfin, il existe un autre élément dont il faut préciser la comptabilisation et qui intervient au moment de la cession des créances elles-mêmes, il s'agit du coût de montage, et de placement ou de garantie. Les intermédiaires demandent traditionnellement des commissions fixes, payables lors de la réalisation de l'opération, soit pour monter cette opération, soit pour placer auprès des investisseurs les produits qui en sont issus, et il importe de savoir si ce coût peut être étalé au cours du temps, ou doit être intégralement pris en dépenses sur l'exercice de cession. Il serait logique de laisser le choix à l'établissement cédant, tout particulièrement lorsqu'il s'agit de titriser des créances longues pour lesquelles le coût de montage et de mise en place devrait pouvoir être amorti sur la durée résiduelle. De même, s'il est fait appel à une garantie externe, acquise contre le paiement d'une prime destinée à couvrir le risque au-delà d'un niveau pré-établi, le mode de comptabilisation de celle-ci devrait aussi être clarifié.

Par ailleurs, il serait sans doute utile de préciser les règles comptables applicables aux FPCT, étant bien entendu que ceux-ci ne sauraient être soumis aux contraintes prudentielles des établissements de crédit.

Pondération des parts

Dans la mesure où la banque centrale continue de suivre un ensemble d'informations statistiques sur les créances et l'économie, ou sur l'économie, il est important que la banque Al Maghrib précise quels sont les types de ces statistiques, leur fréquence, le détail qu'elle souhaite obtenir. Enfin, dernier élément relevant de la réglementation des établissements de crédit, il importe de préciser les modalités de pondération des parts des organismes de titrisation, ou exprimé différemment, il importe de décider si l'organisme de titrisation sera transparent sur le plan de la réglementation prudentielle. Par exemple, cela signifie que des parts d'un organisme de titrisation, représentatives de prêts hypothécaires eux-mêmes pondérés à 50%, devraient bénéficier également d'une pondération favorable de 50%. Cette pondération pourrait être naturelle dans le cas de parts représentatives de la propriété des créances sous-jacentes. Elle est quelquefois plus discutable dans le cas d'obligations qui sont soumises à un risque des créances individualisé, mais également au risque des décisions autres de la société émettrice des dites créances.

Un exemple de la réglementation dans la loi française est reproduit en annexe.

3. Relevant de la réglementation des assurances

La réglementation des assurances doit également être complétée pour tenir compte de l'introduction des parts ou obligations relevant de l'activité de titrisation. Les sociétés d'assurance se sont élevées être parmi les investisseurs institutionnels, les plus demandeurs ; ce qui est tout à fait logique. Les sociétés d'assurance recherchent en effet des produits à long terme de très bonne qualité, qui sont traditionnellement fournis par la titrisation, puisque celle-ci évite le risque événementiel lié à un émetteur individualisé. La réglementation des assurances devra donc préciser les conditions dans lesquelles une société d'assurance pourrait être autorisée à acheter des parts représentatives de créances ou des obligations émises par un organisme de créances. En particulier, il importe de préciser si la société d'assurance devra obligatoirement utiliser ses fonds privés dans ce but, ou si les fonds des assurés peuvent également être utilisés. Il importe aussi de savoir dans quelle mesure les instruments représentatifs de la titrisation doivent être ajustés au cours du temps.

La réglementation des sociétés d'assurance renferme quelques particularités, notamment dans la clause de réserve de capitalisation, qui sert à éviter la fiscalité induite par la cession d'une obligation, puisqu'une telle cession n'est que le reflet de l'actualisation d'un engagement futur. En d'autres termes, lorsqu'une obligation est cédée avec profit par une société d'assurance, ce profit n'est pas immédiatement fiscalisé, mais inclus dans une réserve de capitalisation, et fiscalisé au cours du temps. Cette technique sert à étaler le bénéfice qui avait initialement fourni un

investissement dans une obligation à taux élevé, bénéfice qui ne se retrouve pas lorsqu'une telle obligation est vendue dans un environnement de taux plus faible. Une situation tout à fait identique peut se produire avec des produits longs d'organismes de titrisation, et il n'y a aucune raison fondamentale pour que celle-ci soit traitée de façon différente. Il faut donc que l'accès à cette réserve de capitalisation soit également possible pour les produits longs issus des opérations de titrisation.

Enfin il importe de préciser si les parts et obligations de titrisation sont éligibles en représentation des engagements de la société d'assurance, et plus particulièrement, il faut aussi préciser si une émission ou le coupon est capitalisé, peut être utilisée par une société d'assurance sur la vie en représentation de ses engagements.

Une solution possible serait d'accorder un traitement différent selon que les parts ou obligations d'organismes de titrisation font, ou non, l'objet d'un appel public à l'épargne, et donc d'une cotation, et de leur assurer un minimum de liquidités.

4. Fiscalité

Bien évidemment, dans l'introduction d'une nouvelle technique financière, il ne faut pas oublier les conséquences fiscales, qui ne manqueraient pas de se matérialiser. Il faut donc préciser le traitement de diverses grandeurs fiscales.

Lors de la cession, le cédant peut enregistrer un gain ou une perte sur les créances par rapport à leur valeur de bilan. Ce résultat peut être plus ou moins évident en fonction du montage. Lorsqu'une partie des parts est reprise par l'établissement cédant, il n'y a pas de référence de marché, tandis que lorsque les parts sont vendues sur le marché, il y a forcément une référence de marché, sinon il faut trouver un moyen de valoriser les parts sans nuire à aucune des parties.

Les organismes de titrisation créent naturellement un boni de liquidation, dans la mesure où les créances vendues au véhicule ad-hoc sont en général en nombre supérieur au minimum nécessaire pour payer le passif ; des sommes s'accumulent à l'intérieur-même dudit véhicule, soit sous forme de liquidités, soit sous forme simplement comptable. Le traitement fiscal de ces sommes devrait être précisé pour éviter toute incertitude.

Par ailleurs, il est important de préciser si différentes sociétés, ou différentes composantes-revenus des parties à une opération de titrisation sont soumises, ou non, à la taxe sur la valeur ajoutée : il s'agit en particulier des frais de montage, qui peuvent être gérés par le montage au sens strict, ou par la gestion ; également les frais de placement facturés par l'organisme chargé du placement du passif émis ; enfin les frais de gestion au cours du temps, que ce soit la gestion des créances elles-mêmes, ou la gestion du véhicule, ces frais liés au véhicule relevant soit de l'entité de gestion, soit du dépositaire. Il est à noter que, pour ces différentes commissions de gestion provenant de l'intérêt versé ou à verser par les créances, un certain souci de transparence fiscale conduirait à soumettre ces commissions à la TVA, sous réserve d'un traitement miroir (c'est à dire la possibilité pour la personne qui paie, de déduire ces commissions). En ce qui concerne les frais de montage, de placement et d'émission, ou les

différents frais de garantie, il serait nécessaire qu'une réglementation fiscale précise le traitement de ces frais, et notamment s'ils peuvent être ou non étalés dans le temps. Il serait logique que le traitement comptable et fiscal de ce type de frais soit parallèle, de sorte à éviter la situation où une dépense ne serait pas déductible fiscalement, mais irait forcément amputer le résultat de l'entité vendeuse.

La fiscalité du véhicule lui-même devrait faire l'objet de précisions. En effet, il s'agit d'un véhicule transparent, dont l'objet ne devrait pas être l'accumulation de résultats fiscaux, mais toutefois, les règles comptables ont pour conséquence inéluctable qu'il se crée un résultat fiscal positif ou négatif à l'intérieur du véhicule ; ce résultat pouvant être complètement déconnecté de la présence, ou de l'absence de liquidités. Dans la plupart des pays où on souhaite favoriser le développement de la titrisation, le véhicule est totalement exonéré d'impôt. A la limite, seul le boni de liquidation est fiscalisé, mais dans les mains de son bénéficiaire, et généralement en fin de vie du fonds.

Enfin, dans un souci de faciliter le développement d'un marché secondaire, il faudra préciser la fiscalité applicable en cas de cession des parts ou obligations. Il s'agit là en particulier de l'impôt de bourse des profits ou pertes sur cession des instruments financiers eux-mêmes, et le cas échéant des modes de comptabilisation de la décote ou de la surcote.

5. Droit foncier

Le dernier point à préciser relève du droit foncier, et est relativement simple à ce niveau, mais un examen plus attentif du droit foncier marocain permettrait sans doute de mettre en évidence, d'autres adaptations nécessaires.

Tout d'abord, nous avons déjà noté qu'il ne fallait pas imposer à l'organisme de titrisation, une inscription quelconque lorsque les créances sont cédées de l'établissement initiateur vers l'organisme lui-même. Toutefois, il ne faut pas exclure la possibilité que, pour des raisons qui ne paraissent pas évidentes aujourd'hui, mais qui pourraient se révéler intéressantes par la suite, l'organisme de titrisation souhaite malgré tout, noter l'inscription du transfert ; auquel cas, il faut réserver la possibilité d'inscrire l'organisme lui-même, et non pas l'ensemble des propriétaires. En effet les copropriétaires d'une créance sont les porteurs de parts (ou l'organisme lui-même s'il a une personnalité morale et a émis des obligations), il serait pour le moins difficile de noter lors de chaque transfert les noms de plusieurs investisseurs.

Comme nous l'avons dit plus haut, il faut éviter qu'il y ait une fiscalité obligatoire par l'intermédiaire du droit foncier, et il faut donc que les règles de celui-ci soient modifiées pour autoriser la cession sans qu'il y ait une inscription quelconque, et tout en conservant l'opposabilité aux tiers de la cession des sûretés attachées aux créances. bien entendu, cela n'empêche pas que soit perdu un droit, lorsque pour des raisons qui aujourd'hui nous échappent, un organisme souhaite avoir une sécurité accrue en inscrivant le transfert des sûretés.

Enfin, il serait peut-être utile de revoir la partie du droit foncier relevant de l'islam, pour s'assurer que les conditions de gestion et de relation entre créanciers et débiteurs sont conformes aux différentes traditions pouvant coexister au Maroc.

Pour introduire la section suivante, ces adaptations une fois mises en place, il est important de se prÈoccuper des diffÈrentes Ètapes qui pourront conduire ‡ la rÈalisation d'une premiÈre opÈration par le CrÈdit Immobilier HÙtelier. MÍme si les ajustements nÈcessaires ne sont pas tous rÈalisÈs, mais sont dÈj‡ acquis dans leur principe, il serait utile, compte tenu de l'ampleur des travaux nÈcessaires, que ceux-ci dÈbutent aussi rapidement que possible aprÈs la formalisation des grandes directions que suivra la rÈglementation dÈfinitivement mise en place.

III PLAN D'ACTION POUR UNE PREMIERE EMISSION PAR LE CIH

Afin d'aboutir à une première opération, les tâches à accomplir relèvent de trois grands domaines distincts : l'analyse et la sélection des créances, les transformations permettant de satisfaire les appétits des investisseurs et enfin, la réalisation de la documentation associée à l'opération.

Les différentes étapes nécessaires à la réalisation d'une opération de titrisation sont décrites ici de façon séquentielle. Néanmoins dans la pratique des décisions apparemment distinctes, sont en réalité intimement liées, et ne peuvent être tranchées indépendamment les unes des autres. Par exemple le choix des créances ne peut être réalisé de façon indépendante des objectifs des investisseurs, et donc des considérations sur les caractéristiques du passif à émettre, les modes de rehaussement, etc. Toutefois pour des raisons de simplicité évidente, les différents domaines à aborder sont traités les uns après les autres, étant entendu que des aller-retours fréquents pourront être nécessaires au cours d'une phase de mise en pratique réelle.

A- LES CRÉANCES

Les créances sont l'une des principales composantes d'une opération, et il importe donc de les choisir de façon optimale, de collationner les données s'y rapportant, pour en faire une analyse complète, d'en décrire l'ensemble pour que les différentes parties prenantes connaissent les créances, et enfin, de répondre à quelques questions particulières.

1. Le choix des créances

Le choix des créances est évidemment l'une des étapes les plus importantes pour bien réussir une opération. Tout d'abord, il ne faut pas choisir des créances d'une qualité trop bonne, non plus que des créances de qualité trop mauvaise. Dans le premier cas, l'opération pourrait être critiquée car elle appauvrirait l'institution cédante, qui se retrouverait ensuite incapable de se financer de façon traditionnelle. Dans le deuxième cas, la cession de créances de trop mauvaise qualité impliquerait tout d'abord des difficultés considérables quant au placement du passif émis; de plus, si la mauvaise qualité intrinsèque des créances devait se matérialiser au cours du temps, le cédant se verrait interdit tout nouvel accès au marché financier. Donc il vaut beaucoup mieux rester dans l'univers, qui est d'ailleurs relativement large des créances généralement représentatives de la qualité moyenne de l'actif du cédant. La caractéristique moyenne de qualité moyenne étant prise comme contrainte, d'autres critères vont contribuer à affiner le choix des créances.

Le premier critère qui va permettre de choisir les créances relève des objectifs du cédant. Il faut que celui-ci détermine si ses objectifs de financement sont à court terme, à moyen terme ou à long terme. Ce critère dépend de la qualité actuelle de son adossement actif / passif. Par exemple, s'il devait avoir un excès de passif long à taux fixe, il serait sans doute préférable de se refinancer à court terme, ou de se refinancer à long terme sur la base de taux variables. Quoi

qu'il en soit, dans le cas du CrÉdit Immobilier HÚtelier, les objectifs de financement Étant essentiellement ‡ long terme, il serait prÉfÉrable de se cantonner ‡ des crÉances longues gagÉes par des garanties hypothÉcaires.

Le deuxiÉme critÉre de choix des crÉances concerne le type de taux d'intÉrít des crÉances concernÉes. Pour les mÍme raisons que ci-dessus, il est important de dÉfinir (si tant est que l'institution ait des crÉances de plusieurs types), s'il est prÉfÉrable de cÉder des crÉances ‡ taux fixe ou des crÉances ‡ taux variable. Le choix dÉpend ici, non seulement des objectifs en terme de taux, mais aussi des objectifs en terme de rehaussement de la qualitÉ des diffÉrentes crÉances. Les crÉances ‡ taux variable, mÍme si elle sont mises en place avec les mÍme critÉres que les crÉances ‡ taux fixe ne sont pas forcÉment perÁues comme Étant de la mÍme qualitÉ. En effet la capacitÉ des emprunteurs ‡ rembourser leurs prÍts sur la base de taux beaucoup plus ÉlevÉs, est gÉnÉralement bien moindre que leur capacitÉ ‡ rembourser leurs prÍts sur la base des taux plus bas constatÉs lorsqu'ils ont contractÉ leur emprunt. Mais il ne semble pas que le CIH ait des encours suffisants de crÉances ‡ taux variables pour envisager une Émission sur ce type de crÉances, et cette partie de la sÉlection s'en trouve donc ÉrudÉe.

De plus, si au sein de l'institution, des crÉances d'un certain type n'ont ÉtÉ mises en place que rÉcemment, il vaut mieux se concentrer sur les autres crÉances, c'est-‡-dire sur celles pour lesquelles il serait possible (mÍme si ceci devait requÉrir des co ts importants) d'obtenir un historique de comportement. Comme nous le verrons ci-dessous, il faudrait au minimum disposer d'un historique sur les trois ‡ cinq derniÉres annÉes.

Par ailleurs, il est important de dÉcider si les crÉances choisies doivent faire partie des crÉances mises en place dans le cadre d'un programme subventionnÉ par l'Etat. Il est Évident que si de telles crÉances sont choisies, cela permettrait de mettre en place et de dÉvelopper un systÉme pÉrenne de refinancement de l'habitat bon marchÉ (ce qui impliquerait Évidemment un certain co t pour la puissance publique). Mais en tout État de cause il serait nÉcessaire de prÉvoir les moyens nÉcessaires pour que la partie de la subvention versÉe par l'Etat, ou ‡ verser par l'Etat ne soit pas elle-mÍme ‡ l'origine d'une dÉtÉrioration de la qualitÉ des crÉances.

Enfin, il sera important de pouvoir, ‡ tout moment, dÉterminer si certaines crÉances ont ÉtÉ cÉdÉes ou non, et il vaut donc mieux qu'elles soient traitÉes de faÁon informatique. Il faudra sans doute Ítre en mesure d'isoler les dossiers de prÍts correspondants aux crÉances cÉdÉes, et extraire de ces dossiers, quelques unes des informations ÉlÉmentaires relevÉes lors de la mise en place du prÍt. Ces contraintes peuvent aussi influencer le choix des crÉances ‡ titriser.

2. Analyse de caractÉristiques et de comportement

Une fois les crÉances choisies, (ou que les diffÉrents types de crÉances susceptibles d'Ítre cÉdÉs ont ÉtÉ retenus), il faut encore procÉder ‡ leur analyse dÉtaillÉe, de faÁon ‡ les dÉcrire au profit des investisseurs qui pourraient acquÉrir des parts reprÉsentant ces crÉances, ou des obligations adossÉes ‡ celles-ci. Par ailleurs cette description serait Également indispensable si, comme nous le recommandons, l'Émetteur choisissait de soumettre son montage au jugement d'une

ou plusieurs agences de notation. Il est donc nécessaire de procéder à une analyse et une description aussi complètes que possible des créances, et des processus opérationnels du cédant, puis de présenter les résultats selon un modèle facilement exploitable par les agences de notation, ou des tiers.

La première tâche consiste donc à faire l'inventaire des données disponibles pouvant caractériser la créance ou sa qualité, ou pouvant être discriminante dans les descriptions de comportement. Il vaut mieux se concentrer sur les créances pour lesquelles les informations sont disponibles, et de préférence disponibles sur une longue période. Le type des informations auxquelles il est fait référence sont par exemple :

- la quotité financière, c'est-à-dire le montant du prêt par rapport à la valeur marchande du bien donné en garantie,
- le taux d'effort c'est-à-dire le montant du remboursement rapporté au revenu du ménage, ces deux grandeurs étant prises sur une même période. Pour évaluer ce critère, il faut connaître non seulement le revenu de l'emprunteur mais également les revenus des autres membres du ménage.
- compte tenu du flou qui peut exister au Maroc sur la valorisation des logements et leurs modalités traditionnelles d'échange, il serait sans doute très utile d'obtenir des données sur les caractéristiques physiques des logements donnés en gage des emprunts. Par exemple, les biens pourraient être décrits par leur surface, leur nombre de pièces, leur étage, leur localisation en ville ou en périphérie, en habitat collectif ou isolé, etc.

Il faut ensuite établir la période sur laquelle ces informations sont disponibles. Sur ce sujet, il est important de noter que les données et analyses qui seront nécessaires pour évaluer la qualité des créances, doivent être établies par génération de créances, et non pas par encours. En général, les établissements qui conservent des informations sur leurs créances, le font sur l'encours, à intervalles réguliers. En d'autres termes, il faudra être en mesure de convertir les données disponibles sur l'encours, et de les répartir en fonction des générations, ce qui n'est pas toujours facile ni exhaustif. En particulier, les établissements n'ont pas pour habitude de conserver des données sur des encours ayant fait l'objet de remboursements anticipés, et la reconstitution complète de l'historique s'en trouve donc menacée. Pour être plus spécifique, si nous considérons par exemple la génération des prêts mis en place en 1990, nous pouvons éventuellement déterminer, parmi la population de ces prêts encore dans l'encours du cédant en 1994, la proportion ayant 1, 2, 3 ou plus échéances impayées. Mais nous ne pouvons pas déterminer facilement les montants ayant disparu avant 1994. En conséquence, on ne peut connaître le taux des pertes ou des remboursements anticipés constatés entre 1990 et 1994, sauf à prendre, puis à analyser une photographie mensuelle des encours, ce qui n'a pas toujours été fait.

Dans la mesure où des informations détaillées régulières ne sont pas disponibles, il faudra procéder à un échantillonnage conduisant à des conclusions fiables, avec un risque d'erreur minimal. Les agences de notation considèrent qu'elles ont atteint un niveau de confort raisonnable, lorsque l'échantillonnage permet d'affirmer avec une probabilité de 99%, qu'il n'y a pas plus de 1%

d'erreur sur le chiffre obtenu. Une telle précision qui s'appliquerait aux Émissions notées AAA, est assez difficile à obtenir. Néanmoins cela a été fait par le passé en analysant individuellement jusqu'à 1500 dossiers sur un encours représentant quelques dizaines de milliers de prêts.

Les types de comportement qu'il faut étudier en détail, ont trait aux retards de paiement, (c'est-à-dire aux Écoulements des emprunteurs entre les catégories définies par ceux qui sont à jour, ou en retard de 1, 2,3, 4, 5, 6 ou plus échéances), la rapidité avec laquelle ils se remettent éventuellement à niveau, les durées écoulées entre une première défaillance et une saisie, et le cas échéant, la perte finalement constatée par le prêteur après la mise en vente judiciaire du bien, ou sa vente amiable pratiquement approuvée par le prêteur.

Enfin la dernière caractéristique de comportement dont l'analyse sera nécessaire relève des remboursements anticipés. En effet les investisseurs souhaitent, tout naturellement, connaître le risque de non-remboursement qu'ils assument (risque de perte éventuellement caractérisé par une notation indépendante), mais ils aiment aussi savoir si leur investissement pourrait être remboursé avant la date d'échéance initialement prévue. Dans ce cas, il ne s'agit pas d'une perte au sens strict car les investisseurs recevraient le montant de leur investissement initial, mais plutôt d'un remboursement avant la date prévue, ce qui conduit souvent à un manque à gagner. Dans ce cas, il faut néanmoins les rémunérer pour l'incertitude d'échéancier qu'ils assument. Sur les encours de prêts hypothécaires, dans la plupart des pays, tels la France, l'Angleterre ou les États-Unis, les emprunteurs ont la possibilité de rembourser leur prêt par anticipation, soit sans qu'aucune indemnité ne soit perçue par le prêteur, soit avec des contraintes légales considérables quant à l'ampleur de cette indemnité. Dans ces conditions, les emprunteurs ont tendance à rembourser leurs prêts par anticipation, dès que les taux ont baissé de façon sensible, et s'ils peuvent obtenir un nouveau crédit leur permettant un refinancement. Si une telle caractéristique existait également pour les prêts marocains, et si le montage impliquait un remboursement anticipé du passif des créances hypothécaires titrisées, en cas de remboursement par anticipation, il faudrait être en mesure de décrire ce risque aux investisseurs pour qu'ils puissent, en toute connaissance de cause, évaluer l'investissement qui leur serait proposé.

En résumé, il est nécessaire de procéder à une analyse assez complète des créances, et ce dans une optique de reconstitution de comportement par génération, et non pas sur la base d'une analyse d'un encours global auquel seraient rajoutées successivement les productions de nouveaux prêts au cours du temps.

3. Description des processus opérationnels

Le troisième groupe de tâches relève des descriptions de différents modes opérationnels de gestion. De telles descriptions sont nécessaires, soit pour permettre aux agences de notation de porter un jugement sur la façon dont opère le cédant, soit pour permettre aux investisseurs d'avoir une opinion quant à la gestion et au suivi des créances par l'établissement cédant-gestionnaire. Parmi les différentes activités qu'il importe de définir, il faut formaliser le

processus de mise en place des prêts, et tout particulièrement préciser les conditions dans lesquelles la demande de crédit d'un emprunteur pourrait être acceptée, ou refusée. Dans cette optique, il est d'usage que des normes préétablies soient diffusées aux différentes agences décentralisées du cédant, celles-ci ayant toute liberté pour autoriser des prêts dès lors que les emprunteurs potentiels satisfont à certaines contraintes. Les agences locales sont requises d'informer leur hiérarchie, si l'emprunteur ne satisfaisait pas aux conditions normales d'acceptation. Il importe enfin de connaître les processus de suivi des agences et les modes de contrôle des opérations effectivement mises en place.

Après la mise en place effective des prêts et le déblocage des fonds, le cédant suit typiquement l'évolution de ses crédits. Par suivi, on entend ici les appels d'échéances, c'est-à-dire le processus par lequel le cédant avertit éventuellement l'emprunteur qu'un montant doit être payé, et le mécanisme par lequel ce montant est effectivement collecté. Dans le cadre de ce suivi, une description des matériels et logiciels informatiques utilisés est souvent très utile. Enfin dans le cadre du suivi de prêts plus ou moins à jour, il est important de connaître la situation des encours, de savoir si un prêt a 1, 2, 3 (ou plus) échéances impayées et les conséquences comptables d'une telle situation.

En supposant qu'un prêt commence à accumuler un retard important, le cédant tente de récupérer son crédit, et a établi dans ce but des procédures de recouvrement contentieux qu'il est important de décrire. Pour compléter cette description, il faut aussi analyser l'application réelle des procédures, tel que celles-ci ont été suivies par le passé. Par exemple le cédant sera sans doute amené à analyser la durée moyenne et la variance de durée entre la première échéance impayée d'un prêt, et la date à laquelle est prononcée la déchéance du terme, ou la date à laquelle le bien est effectivement saisi ou vendu, et les fonds correspondants perçus.

4. De quelques questions particulières

Enfin, une fois tous ces choix, ces analyses et ces descriptions réalisées, il restera encore à aborder quelques questions spéciales, de façon à cerner intégralement les créances et leurs caractéristiques.

Tout d'abord, en l'absence de titrisation, le cédant avait à son bilan un ensemble de créances qu'il gèrait pour son propre compte. S'il devait procéder à une opération de titrisation, les créances cédées ne seraient plus à son bilan, mais dans la plupart des cas, il continuerait néanmoins à être le gestionnaire pour le compte du fonds, (c'est à dire pour le compte des investisseurs). Dans ce cas, il est indispensable de s'assurer que les créances gérées pour des tiers pourront être identifiées dans les livres du cédant. En effet, certaines décisions ne peuvent être prises par l'établissement gestionnaire pour le compte des investisseurs, mais doivent être prises par le représentant des investisseurs. Par exemple, une procédure judiciaire peut exiger des décisions qui ne peuvent être prises que par les propriétaires de la créance, ou par leur représentant. Il faut donc que la personne responsable de la gestion de ce dossier sache que celui-ci nécessite un traitement spécial et puisse en référer rapidement au représentant des investisseurs.

Lorsque la cession est effectuée (le jour de l'opération de titrisation), il faut qu'en très peu de temps (au plus une journée), le cédant soit en mesure de noter qu'un ensemble de plusieurs milliers de créances a été cédé. C'est la première étape. En une deuxième étape, il est sans doute très probable que le cédant devra acquiescer des parts subordonnées, ou devra enregistrer un droit sur l'entité ayant acquis ses créances. En conséquence, il faut s'assurer, dès la réalisation de l'opération que les systèmes informatiques et comptables du cédant lui permettent de tenir compte d'une valeur mobilière ou d'un instrument financier qui n'a pas des caractéristiques standard. Enfin, au cours du temps, cet instrument financier devra être provisionné, ou ajusté, et pourra faire éventuellement l'objet d'une plus-value ou d'une moins-value en cas de cession ; en tout état de cause, il devra faire l'objet d'un suivi rigoureux de façon à ce que le cédant puisse s'assurer que les montants qui lui sont dus sont effectivement perçus. Il serait judicieux à nouveau de faire en sorte que cette capacité qui relève des systèmes informatiques et comptables du cédant, soit déjà en place lors de la cession.

Une fois bien maîtrisée la situation du cédant, de ses créances, de ses capacités comptables et informatiques, il faut envisager les diverses transformations qui permettent de convertir un ensemble diversifié de créances, en quelques valeurs mobilières aux caractéristiques précises et attractives pour des investisseurs.

B. LES TRANSFORMATIONS

D'une part, nous disposons maintenant de données permettant d'analyser de façon complète les créances, et d'autre part nous nous sommes assurés que l'opération réalisée pourra être rigoureusement et professionnellement suivie par le cédant au cours du temps. Il importe maintenant de déterminer les caractéristiques des transformations qu'il faut appliquer à un ensemble de créances pour le rendre cessible à des conditions avantageuses. Ces transformations relèvent de plusieurs dimensions.

Il faut tout d'abord préciser les souhaits des investisseurs, puis définir le mode de rehaussement de qualité. Enfin, il serait utile, même en l'absence d'obligation formelle, de faire procéder à la notation des produits émis, de façon à faire porter un jugement objectif par un organisme indépendant.

1. Les souhaits des marchés

Les souhaits du marché doivent être précisés de façon à pouvoir constituer un produit susceptible d'intéresser les investisseurs. Avant de voir en détail cette partie du processus, il importe de rappeler que les investisseurs ont par nature des objectifs qui sont à l'opposé de ceux du cédant. Par exemple, l'investisseur voudra toujours (ou si ce n'est toujours, du moins la plupart du temps) être remboursé plus tôt que plus tard. Il voudra, pour des caractéristiques identiques, percevoir une rémunération plus élevée, alors que le cédant voudra payer un taux plus faible. Par ailleurs, le cédant souhaitera avoir toute latitude quant à la faculté de rembourser par anticipation,

alors que l'investisseur voudra connaître avec certitude les dates des flux futurs et leurs montants, etc. Autrement dit, l'interrogation des investisseurs, pour en préciser les souhaits, doit être faite avec beaucoup de circonspection, sauf à tomber dans une suite d'évidences qui n'apporterait aucune valeur ajoutée.

Comme nous l'avons noté dans la première partie (voir l'annexe des interviews réalisées), il existe au Maroc, une demande importante (en provenance des assureurs et des organismes de retraite), pour des produits à long terme de bonne qualité. Mais il peut également exister une demande pour des produits à court terme, comme c'est souvent le cas sur des marchés financiers disposant d'une liquidité importante ou croissante, tel le Maroc aujourd'hui où les organismes de placement collectif en valeurs mobilières connaissent un succès considérable. C'est d'ailleurs une des raisons principales qui nous conduit à recommander que les éléments du passif émis dans le cadre d'opérations de titrisation (parts ou obligations) soient contrôlés par le CDVM, et constituent des actifs éligibles au même titre que d'autres valeurs mobilières de première qualité, pouvant être acquises par des OPCVM cotés.

Ceci étant dit, il importe de déterminer, lors de la réalisation effective de l'opération, l'ampleur de la demande (et les taux de rendement associés) pour des produits à court, à moyen ou à long terme. En effet, les prêts hypothécaires peuvent se prêter à une répartition du passif en tranches, et celle-ci devra être optimisée pour apporter le meilleur rendement au cédant.

Le deuxième critère qu'il faut préciser est celui de la qualité souhaitée par les investisseurs. Bien évidemment, ceux-ci ont tendance à demander une qualité de plus en plus élevée, mais ils ne réalisent pas toujours que corrélativement la marge servie par le vendeur diminue au fur et à mesure que la qualité augmente. Dans un environnement financier où la notation et donc l'étalon de qualité, n'est pas défini, il est difficile d'établir une corrélation stricte entre niveau de qualité et marge offerte. Mais il serait malgré tout souhaitable de viser quelques avancées dans ce domaine, et pour cela, il faudra interroger plusieurs investisseurs sur leurs objectifs..

Enfin, les produits traditionnels des marchés financiers relevant le plus souvent d'une fréquence annuelle de paiement, les investisseurs auront sans doute tendance à souhaiter que le passif émis dans le cadre d'une opération de titrisation, soit lui aussi à paiement annuel. Malheureusement ce souhait, s'il devait être réalisé, impliquerait des coûts considérables pour le cédant puisque les encours de prêts hypothécaires ont des échéances mensuelles, qu'il faudrait réinvestir régulièrement en sacrifiant donc nécessairement le rendement. Le juste équilibre entre les souhaits des investisseurs et ceux du cédant, sont traditionnellement atteints lorsque les produits offerts relèvent d'une fréquence trimestrielle de paiement.

En tout état de cause, il faudra préciser les souhaits du marché, par des analyses, des interrogations et interviews qui devraient être réalisées par une personne indépendante, non susceptible de biaiser inconsciemment les réponses. De plus, il faudra que les investisseurs soient libres de s'ouvrir à cette personne, sans craindre des conséquences quelles qu'elles soient de la part d'autres investisseurs ou d'autres intervenants des marchés.

Il faut ensuite déterminer le découpage optimum des flux et le mode de rehaussement de la qualité des encours.

2. Le découpage

Les prêts hypothécaires sont des prêts à long terme appelant des paiements mensuels. Par ailleurs les marchés financiers peuvent généralement être scindés en plusieurs sous-catégories d'investisseurs, selon leurs objectifs. A un extrême, on trouve des investisseurs à court terme, et à l'autre extrême, des investisseurs qui recherchent des produits à long terme. Cette segmentation du marché des investisseurs a été exploitée dans d'autres pays, en réalisant un découpage du passif émis en différentes classes. Notamment aux Etats Unis, ce processus s'est fait d'abord par l'introduction des CMO (Collateralized Mortgage Obligations), alors qu'en France, nous avons réalisé simplement l'émission de différentes classes représentatives des actifs sous-jacents des fonds commun de créances. Ces classes représentent elles-mêmes des droits différents sur les créances sous-jacentes, bénéficiant le plus souvent de priorités séquentielles de remboursement de capital. En procédant ainsi, on arrive à optimiser l'exécution de l'opération pour le cédant. Dans le cas présent, il importe de tirer parti aussi tôt que possible de la courbe des taux d'intérêt du marché, et de la présence d'investisseurs aux deux extrêmes de l'échelle de durée. Ainsi, il serait extrêmement productif d'examiner la possibilité de prendre un ensemble de créances et d'en découper le passif y adossé, soit en court et long terme, soit en tranches courtes, moyennes et longues.

De plus, et compte tenu des objectifs d'investissement des entités chargées de gérer la retraite des salariés marocains, il pourrait être intéressant d'envisager la constitution de parts capitalisant trimestriellement les intérêts ; ces parts pourraient fournir un moyen efficace de protection contre une baisse des taux, cette protection étant apportée par l'intermédiaire d'une augmentation de la durée du passif émis.

Enfin, la dernière composante du découpage est influencée par le mode de rehaussement qui sera finalement choisi.

3. Mode de rehaussement

En ce qui concerne le mode de rehaussement, il nous paraît opportun d'éliminer d'abord, sans doute un peu arbitrairement, le passage par une garantie ou une assurance externe. Les raisons pour cette élimination sont rappelées ci-dessus et relèvent principalement de l'absence aujourd'hui d'une société ayant l'assise financière pour garantir des encours importants de prêts hypothécaires. Cette voie ne serait pas très logique. On ne voit pas très bien comment un assureur externe pourrait émettre une police profitable, alors que sa seule source d'information sur le risque qu'il est susceptible de courir proviendrait d'un unique établissement de crédit. En d'autres termes, alors que, d'une manière générale, l'assureur fait des profits parce qu'il mutualise un risque qu'il a minimisé, dans le cas présent, il ne pourrait bénéficier d'aucun de ces facteurs. Tout d'abord, il ne serait pas capable d'évaluer son risque, puisqu'il n'est pas expert dans l'évaluation de prêts

hypothécaires, donc pas capable de le minimiser. Et de plus, comme il n'aurait qu'un seul client potentiel, il ne serait pas capable non plus de le mutualiser. On se demande donc qui pourrait offrir des polices à des coûts raisonnables, sans même aborder le fait que les assureurs n'auront pas la capacité financière adéquate pour garantir quelques centaines de millions de dirhams d'encours. Cette analyse exclut la possibilité de toute intervention qui relèverait d'une motivation économique concurrentielle.

Nous sommes donc ramenés aux méthodes classiques de rehaussement, c'est-à-dire le surdimensionnement ou l'émission de parts subordonnées.

Le surdimensionnement n'est pas véritablement une technique utile puisqu'il ne consiste qu'à céder au véhicule émetteur, un montant des créances qui excède le montant nécessaire pour rembourser le passif réellement émis. Face à ces créances excédentaires cédées, aucun actif facilement cessible n'est enregistré dans les comptes du cédant. Ce système est en fait, sur le plan financier, identique à celui des parts subordonnées, mais dans ce dernier cas le cédant enregistre, à son actif, une valeur cessible et peut y trouver un avantage. Le cas du surdimensionnement est d'autant plus complexe que son traitement fiscal n'est pas clarifié, ce qui serait une tâche d'ailleurs particulièrement délicate. Même si on retrouve le surdimensionnement dans le boni de liquidation, celui-ci n'a aucune raison d'être favorablement taxé, puisque c'est par lui que passeraient les avantages fiscaux d'étalement des profits au cours du temps.

En fait, il nous paraît préférable à ce stade, et sauf à se reposer sur une garantie ne relevant pas des mécanismes de marché, de procéder au rehaussement de qualité par émission de parts subordonnées. Pour arriver au montant nécessaire de parts subordonnées, il faudrait prendre un scénario constaté de défaillances par le passé, et multiplier ce scénario par un facteur important de détérioration (un facteur entre 5 et 15 nous paraît raisonnable pour des émissions de haute qualité). Il faudrait ensuite appliquer les règles de répartition des flux, en fonction d'un règlement proposé du fonds, et voir si tous les porteurs de parts senior peuvent être payés en temps et en heure. Si on ne peut pas les payer, il faut augmenter le volume de parts subordonnées, et si on peut les payer facilement, il faut le diminuer de façon à parvenir au niveau minimum de parts subordonnées permettant de payer en toutes circonstances les parts senior.

Enfin, la dernière étape de la transformation est la notation du passif.

4. Notation

Bien entendu, cette notation ne peut être réalisée sans la documentation complète de l'émission. Mais s'il se confirme qu'une notation pourrait contribuer à améliorer l'exécution de l'opération pour le cédant, il serait utile contacter le plus tôt possible les agences, et de leur présenter les statistiques historiques, le modèle, la transformation, etc., pour initier dès que possible, une coopération.

C. RÉDIGER LA DOCUMENTATION

Une fois que tous les éléments techniques d'une opération ont été, sinon intégralement précisés, tout au moins remis dans un cadre global permettant de progresser, il faut rédiger la documentation. Bien entendu, des premiers projets de cette documentation auront pu être établis au préalable, mais il faut prévoir que la rédaction des documents contractuels devra se faire en plusieurs étapes, selon un processus itératif.

Parmi la documentation, certains contrats seront sans aucun doute indispensables (tels, la convention de cession, la convention de gestion des créances et le règlement), d'autres seront soit utiles (par exemple la note d'information qui a pour objet de décrire au profit des investisseurs le produit qui leur est offert), soit dépendent simplement de l'intégration de certaines modifications d'une version mise à jour de la loi. En particulier, comme nous le recommandons, si la nouvelle version de la loi exige la présence d'un dépositaire chargé de conserver les actifs, une convention de dépositaire sera utile pour prévoir les devoirs et droits de ce dernier. Chacune de ces conventions est résumée ci-dessous.

1. La convention de cession des créances

La convention de cession a pour objet de régir les conditions dans lesquelles a lieu la cession. Elle doit mentionner tout le détail de la cession, et en particulier :

- la date de cession ;
- les produits sur lesquels porte la cession. Par exemple, la cession peut porter sur tous les intérêts à échoir postérieurement à la date de la cession, ou à échoir pendant le mois de la cession, ou à partir du mois suivant la cession, etc. La cession peut porter uniquement sur les montants dus par les emprunteurs, ou bien sur une combinaison des montants dus par les emprunteurs et de subventions, etc.

Une composante essentielle de la convention de cession est la description des conditions dans lesquelles le cédant indemniserait l'acquéreur, au cas où seraient découvertes des erreurs ou omissions dans la description des encours cédés. Par exemple, si on devait découvrir qu'une créance a été cédée sur la base d'un taux de 14%, alors que son taux réel n'était que de 12%, il conviendrait d'indemniser l'acquéreur. Ou bien, si on s'aperçoit que la dette ne peut être exécutée dans les conditions décrites précédemment par le cédant, il y aurait également lieu à indemnisation. Enfin, la cession doit être précise quant aux obligations du cédant relatives au transfert des dettes, le cas échéant, ou à la mise en oeuvre au profit du fonds de garanties additionnelles, telles l'assurance décès couvrant le risque de décès des emprunteurs, ou l'assurance dommages indemnisant le propriétaire d'un bien lorsque celui-ci perd de la valeur, à la suite d'un incendie, d'une destruction, etc..

2. La convention de gestion des créances

La convention de gestion doit d'Écrire les missions prÉcises de l'Établissement chargÉ de la gestion des crÉances elles-mÉmes. En particulier, il est important de d'Écrire les procÉdures de gestion des crÉances, ce que fait l'Établissement gestionnaire (qui sera sans doute le cÉdant), lorsqu'un emprunteur accuse un retard de paiement, les conditions dans lesquelles il est rappelÉ † l'ordre, les conditions dans lesquelles les sommes perÁues sont versÉes au profit du cÉdant, Éventuellement si le cÉdant lui-mÉme a avancÉ aux "investisseurs" tout ou partie des ÉchÉances impayÉes, les conditions dans lesquelles ces avances lui sont remboursÉes. Enfin, il faut d'Écrire les t,ches que doit rÉaliser l'Établissement gestionnaire des crÉances, en cas de dÉfaillance de longue durÉe de l'emprunteur. En particulier les acquÉreurs des crÉances souhaiteront connaÓtre les procÉdures que devra obligatoirement mettre en oeuvre l'Établissement gestionnaire pour rÉcupÉrer le bien donnÉ en garantie, et Éventuellement l'indemnisation due par le cÉdant ou le gestionnaire en cas d'impossibilitÉ de rÉcupÉrer, au nom des investisseurs, les biens nantis † leur profit.

Dans la gestion d'un prÍt hypothÉcaire dont la durÉe est souvent trÈs longue, certains ÉvÈnements affectant la vie de l'emprunteur ont des rÉpercussions sur la gestion des crÉances. Or la gestion des crÉances Étant rÉalisÉe par un Établissement pour le compte d'un tiers acquÉreur distinct, il importe de d'Éterminer les conditions dans lesquelles le contrat de dÉpart pourra Ítre modifiÉ par l'Établissement gestionnaire. Il nous suffit ici de donner quelques exemples. Lorsqu'un emprunteur veut modifier le taux de son prÍt, il est indispensable de prÉciser les conditions dans lesquelles l'Établissement gestionnaire pourrait Ítre autorisÉ † permettre cette modification, et Éventuellement, les conditions d'indemnisation des acquÉreurs. L'emprunteur peut aussi demander que son ÉchÉance soit prÉlevÉe † un autre jour du mois, ce qui peut avoir des rÉpercussions sur la position de trÉsorerie des investisseurs. Ou bien, l'emprunteur peut aussi demander que lui soit donnÉe mainlevÉe partielle de son hypothÈque d'Ès lors qu'il aurait remboursÉ une partie de son emprunt par anticipation, etc.

Tous ces facteurs sont susceptibles d'affecter la qualitÉ de la crÉance cÉdÉe et ne devraient pas pouvoir Ítre modifiÉs unilatÉralement par l'Établissement gestionnaire. En effet, s'il pouvait, seul, procÉder † de telles modifications, il pourrait prendre une initiative potentiellement contraire aux intÉRÍts du cÉdant. Il faudrait donc prÉvoir, dans le contrat de gestion des crÉances, les conditions dans lesquelles l'Établissement gestionnaire doit gÈrer les crÉances acquises au cours de l'opÉration, les dÉcisions qui lui sont dÉlÉguÉes, et celles qui n'Écessitent l'accord explicite (a priori ou a posteriori) du reprÉsentant des investisseurs.

3. RÈglement (ou document alternatif)

Le but du rÈglement est de d'Éfinir le rÓle de la sociÉTÉ de gestion et les caractÉRistiques du passif (parts ou obligations) Émis. C'est dans ce document que seront rÉsumÉes les caractÉRistiques des crÉances et les autres conventions, et que devront Ítre prÉcisÉes les modalitÈs de rÉpartition des flux entre diffÉrents types d'investisseurs. Le rÈglement est le document qui d'Éfinit les caractÉRistiques des parts Émises, ainsi que les modalitÈs de gestion des flux par la sociÉTÉ de gestion. Le rÈglement doit Ítre trÈs prÉcis sur les actions † prendre en cas

d'insuffisance de trésorerie et doit préciser les règles et responsabilités des différentes parties prenantes d'une opération.

Si l'opération de titrisation ne faisait pas appel à l'émission de parts, mais à l'émission de dettes, il faudrait que toutes ces informations, ou des informations équivalentes soient résumées dans un document alternatif. En tout état de cause, il est nécessaire de décrire sur un plan juridique les informations qui permettront à un investisseur de se faire une idée aussi précise que possible du produit qu'il acquiert.

4. Note d'information ou Prospectus

La note d'information est en fait un document de synthèse qui serait remis aux investisseurs, et leur donnerait sous une forme plus littéraire, et donc plus compréhensible, toutes les informations existant sous une forme juridique dans les autres documents. D'une manière générale, seul le règlement et la note d'information sont publics, les autres documents relevant de relations privées entre les différentes parties. La note d'information est un document servant de support de vente qui reprend toutes les informations nécessaires pour que les investisseurs se fassent une opinion non biaisée sur le produit qui leur est vendu, et doit donc être diffusée largement. Le règlement ayant une connotation plus juridique et contractuelle, sa lecture est typiquement ardue, et entraîne le plus souvent des interrogations de la part du public, qui n'est pas nécessairement confronté quotidiennement à des questions juridiques très spécialisées.

5. Le dépositaire

Enfin si la loi est modifiée pour exiger la présence d'un dépositaire, il faudra en décrire les fonctions et la rémunération. Sans cela, le dépositaire pourrait engager des dépenses que l'acquéreur, c'est-à-dire investisseur, n'aurait pas souhaité engager. La convention de dépositaire est un document typiquement bref. Il décrit simplement ce qui est conservé par le dépositaire, sa mission, ses responsabilités et obligations ainsi que le montant et le mode de versement de sa rémunération.

Un dépositaire intervenant dans des opérations de titrisation, a généralement une double responsabilité, de conservation des actifs, et de vérification des décisions de la société de gestion. Ces règles devraient être écrites au moins dans la note d'information, et sans doute également dans le règlement.

D. SYNTHÈSE

Une fois que le cédant aura réalisé l'ensemble des tâches ci-dessus, il deviendra opportun de procéder à plusieurs itérations entre les différents participants. Les investisseurs auront exprimé des souhaits qui ne seront pas intégralement compatibles avec la première structure

d'émission envisagée. Dans ce cas, il faudra modifier la structure, recontacter les agences de notation, et bien évidemment adapter la documentation en conséquence. Si par ailleurs, comme nous le recommandons ci-dessus, on prévoit l'intervention d'une autorité de tutelle, telle le CDVM, pour autoriser la mise sur le marché (même pour un placement privé) du passif émis dans le cadre d'une opération de titrisation, cet intervenant devrait également participer aux différentes modifications, jusqu'à la mise en oeuvre effective de l'opération.

Ce processus itératif de discussions et de négociations conduit finalement à un montage acceptable par le cédant et par le groupe d'investisseurs, et il suffit ensuite d'exécuter ce montage en signant tous les documents concernés, en notant dans les livres du cédant les créances ayant fait l'objet de l'opération, et en mettant en oeuvre, le cas échéant, les circuits de paiement, par les emprunteurs (ou de l'établissement gestionnaire-dépositaire) vers l'acquéreur.

B. Quelques principes

Dans cette section, nous rappelons quelques principes importants qu'il faudrait garder à l'esprit en modifiant la loi. Ces principes sont extraits des enseignements que nous avons pu accumuler dans notre expérience passée, tant aux Etats Unis qu'en Europe et particulièrement en France. Ces principes sont encadrés par la situation actuelle du droit marocain, et l'étape où se trouve aujourd'hui le développement des marchés financiers du pays. Nous aborderons donc les différences fondamentales entre droit napoléonien et droit anglo-saxon, et nous expliciterons certains des objectifs, dont le respect pourrait permettre une introduction harmonieuse de la titrisation dans le cadre financier marocain.

Droit coutumier et droit codifié

La différence fondamentale classique entre le droit coutumier et le droit codifié est simplement que, dans le premier cas, les actions autorisées relèvent principalement de relations contractuelles entre des parties, sous réserve de ne pas perturber un droit fondamental assez général ; alors que dans le cas du droit codifié, seules certaines actions sont autorisées, les autres étant généralement supposées interdites. De plus, le droit codifié régit la plupart des relations ou des échanges pouvant avoir lieu entre différents agents économiques.

Ainsi, l'introduction d'un nouveau concept comme la titrisation, qui est essentiellement une séparation des différents rôles, et différentes qualités d'un propriétaire, est plus facile en droit anglo-saxon, puisqu'il suffit de rédiger des contrats qui continuent de respecter les autres principes du droit. Alors que dans le cadre d'un droit codifié, il est incontournable de modifier des concepts classiques du droit concernés. En effet, la titrisation, processus par lequel un ensemble d'actifs permet de séparer la propriété de ceux-ci et leur gestion ou leurs garanties, est un processus qui scinde les droits fondamentaux d'un propriétaire dans le cadre d'un droit codifié. Il est donc indispensable et incontournable de perturber le système existant. Cependant dans cette modification, il est important, si on souhaite éviter que l'ensemble du système existant ne s'écroule, de conserver une certaine cohérence avec le reste. Malgré tout, la titrisation n'est qu'un

des facteurs pouvant contribuer au développement d'une Économie, mais ce n'est certainement pas le seul facteur, et en tout cas, ce ne doit pas être un facteur qui mérite de mettre fin aux relations traditionnelles entre les agents Économiques. C'est pour cela qu'en notre sens, il faut simplement introduire les modifications qui permettent la titrisation, mais sans autres implications. Il faut également être très attentifs lorsqu'on introduit ces modifications, pour qu'elles ne puissent, en aucun cas, être utilisées pour réduire la sécurité globale du système.

Distinguer les perturbations

En particulier, il faut éviter qu'une exception aux règles de droit commun, introduite dans le cadre d'une opération de titrisation, puisse être utilisée dans d'autres cas. Cela milite pour éviter la définition de termes dont l'usage et le droit commun, ont pu construire une compréhension déjà existante. Par exemple, il n'est pas utile de définir le terme "patrimoine", puisqu'il a déjà un usage courant, et dont la modification ne présentera aucun intérêt. Au contraire, modifier ici, l'acceptation d'un terme courant, risque d'avoir des conséquences aujourd'hui imprévisibles, dans d'autres cadres.

De même, puisque par nature, la titrisation perturbe des textes existants et des contraintes existantes, il est nécessaire pour que le processus puisse être introduit, de modifier d'autres textes, plutôt que simplement un texte général. Dans ce cadre, il faut que la loi modifie les textes eux-mêmes, et non pas modifie les conséquences du texte. Pour être clair, il faudrait par exemple, que dans le cadre de la loi votée, un titre particulier procède à une modification de la loi sur les Établissements de crédit, ou les sociétés d'assurance, mais on ne peut pas se contenter d'une modification directe dans la loi en question. Il faudrait que la loi sur la titrisation modifie, de façon précise, un article bien spécifique de la loi sur les Établissements de crédit, plutôt que de dire que les Établissements de crédit peuvent titriser leurs créances, puisque dans ce deuxième cas, on introduit une modification de la loi sur les Établissements de crédit, sans que ladite loi reflète cette modification. D'une manière générale, il faut éviter que l'introduction du nouveau mécanisme qu'est la titrisation, ne perturbe le reste du système.

Distinguer les domaines législatif et réglementaire

Le projet de loi actuel a tendance à mélanger des éléments qui relèvent du cadre législatif et du cadre réglementaire. Ceci a deux conséquences néfastes. Tout d'abord, cela fait une loi extrêmement longue et compliquée. Deuxièmement, sur un plan pratique et opérationnel, la conséquence est plus grave puisque toute modification de la loi va impliquer un processus typiquement long. Il serait plus judicieux, pour traiter une matière qui est appelée à évoluer, de fixer un cadre législatif assez rigoureux, mais avec la possibilité d'évoluer, et de renvoyer le détail à des textes réglementaires, avec la possibilité d'apporter une flexibilité croissante, et une certaine évolution aux règles de fonctionnement. Nous verrons plus loin comment cette distinction pourrait être appliquée dans le cadre d'une loi sur la titrisation.

Minimiser le potentiel de conflits d'intérêts

La titrisation, comme beaucoup de phénomènes financiers peut être malheureusement un terrain propice à des conflits d'intérêts plus ou moins ouverts. Par exemple, lorsque le cédant des créances continue de gérer celles-ci, il pourrait ne pas avoir la même motivation à défendre les intérêts du propriétaire, puisque lui-même est le propriétaire ; ce qui pourrait conduire à des situations nuisibles.

Prenons l'exemple d'un emprunteur, Monsieur X ayant auprès d'une banque deux crédits: un crédit à la consommation, et un crédit hypothécaire. Ce dernier est titrisé tandis que le premier est conservé par la banque. Si la banque qui est l'entité maintenant avec son client une relation continue et qui sait donc sa situation réelle, si cette banque apprend que son client a des difficultés, elle aura sans doute intérêt à privilégier le remboursement du prêt qu'elle détient elle-même, au détriment du prêt qui est titrisé. Il n'y a aucun moyen pratique de contourner ce défaut. Il est donc important de construire, dans la mise en place des mécanismes de titrisation, des processus permettant de minimiser les conflits d'intérêts. C'est pourquoi nous recommanderons plus loin que soit introduit un établissement distinct et ayant le moins de lien possible avec le cédant des créances, établissement qui sera chargé de défendre exclusivement les intérêts des investisseurs dans les actifs titrisés. L'établissement sera lui-même contrôlé par un autre établissement jouant le rôle de dépositaire.

Cautionner un système

Le système de titrisation mis en place doit être complet, léger (c'est-à-dire ne pas aller au-delà de ce qui est nécessaire), sécurisant (c'est-à-dire minimiser les conflits d'intérêts), et enfin s'intégrer de façon aussi harmonieuse que possible dans le paysage juridique marocain.

C. Les expériences étrangères composables

Plusieurs autres pays ont introduit d'une façon ou d'une autre un processus de titrisation dans leur paysage économique. Ces pays peuvent être classés en deux grandes catégories : tout d'abord les pays anglo-saxon, les Etats-Unis et l'Angleterre, et d'autre part les pays à droit codifié, tels la France ou la Belgique.

Les pays anglo-saxons n'ont pas véritablement introduit une législation particulière. Dans le cas des Etats Unis, l'introduction de la titrisation s'est faite progressivement par réaction au besoin de refinancement des caisses d'épargne et autres prêteurs. En Angleterre, la simple rédaction de contrats privés entre les parties concernées a permis de mettre en place cette technique. Dans des pays à droit codifié, comme la France ou la Belgique, il n'a pas été possible de se reposer exclusivement sur des relations contractuelles privées. Et chacun de ces pays a introduit par l'intermédiaire de lois, de décrets et autres réglementations, un édifice spécifique.

La France a passé une loi en 1988, qui a été modifiée à deux reprises en 1993, principalement pour introduire et préciser l'opposabilité aux tiers du transfert des créances, et pour autoriser le changement d'établissement gestionnaire des créances. Le cadre des principaux textes

du cadre juridique français sont reproduits en annexe. Les traits principaux de ce cadre sont que la France a choisi de copier le système de titrisation sur la mécanique des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). En d'autres termes, de même qu'un OPCVM est typiquement constitué par une société de gestion et un dépositaire, le fonds commun de créances qui est le véhicule de titrisation français est constitué par l'initiative d'une société de gestion de fonds commun de créances et d'un dépositaire.

La société de gestion d'un fonds commun de créances est une société commerciale ayant pour unique objet la gestion de fonds commun de créances. Des règlements complètent les caractéristiques que doit présenter une société de gestion de fonds commun de créances, en terme de capital, de personnel, de capacité opérationnelle, etc. De plus, la réglementation prémunit contre la présence de conflits d'intérêts en interdisant qu'un cédant ayant cédé des créances dans un fonds, détienne plus qu'une minorité dans la société de gestion correspondante.

Au cours du temps, les décisions de la société de gestion est contrôlée par un dépositaire dont le rôle est celui d'un gardien de la société de gestion, complété par un rôle de conservation des actifs au nom et pour le compte des différents investisseurs.

Le fonds commun de créances émet des parts représentatives de son actif, et donc les investisseurs sont les détenteurs directs des actifs sous-jacents. La notation est obligatoire pour les parts émises dans le public.

La législation a évolué dans plusieurs domaines. Alors qu'au début, toute opération, même privée, nécessitait un agrément de la Commission des Opérations de Bourse (COB), la modification introduite quatre ans après la mise en place de la loi, a remplacé cela par la combinaison d'un agrément de la société de gestion par la COB et un visa, qui n'est nécessaire que pour les opérations faisant un appel public à l'épargne.

La Belgique a introduit à partir de 1993 les mécanismes de titrisation. Cette introduction s'est faite par modification de la loi sur le monde financier belge, et en particulier sur les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières. A la différence de la France, la Belgique a mis en place deux systèmes de titrisation :

- un premier système, semblable à celui de la France, qui autorise la création d'une entité sans personnalité morale, émettant donc des parts souscrites par les investisseurs ;
- l'émission d'obligations par une "société d'investissement en créances" qui émet des obligations adossées aux actifs.

Comme en France, et pour les deux voies possible, le système juridique impose des contraintes, réduit les conflits d'intérêts et encadre rigoureusement et précisément les opérations autorisées et celles qui ne le sont pas, en distinguant d'ailleurs les opérations faisant appel public à l'épargne et celles ne faisant pas appel public à l'épargne.

Les principaux textes de la réglementation belge sont reproduits en annexe.

D. Recommandation

Ce paragraphe reprend les principales recommandations qui découlent tout naturellement de l'analyse ci-dessus, et des principes établis.

Tout d'abord, il faut choisir parmi les deux entités et éventuellement opter pour les deux entités juridiques que sont la possibilité d'émettre des parts représentatives d'un actif cédée par une société sans personnalité morale (Fonds émettant des parts) et la voie passant par une société anonyme émettant des obligations (telles les sociétés d'investissement en créances belges). En tout état de cause, il nous paraîtrait beaucoup plus prudent d'éviter une construction comme le fonds de placement collectif en créances de titrisation qui est le mélange des deux en une seule et même entité, puisque le FPCT peut émettre des parts et des obligations adossées, on peut s'interroger sur les ordres de priorité et de préférence, au cas où le FPCT rencontrerait des problèmes. Ce préalable étant acquis, les recommandations ci-dessous sont classées en deux catégories, selon qu'elles concernent des points incontournables ou optionnels pouvant venir en complément de la loi afin d'en accroître la sécurité.

Les points incontournables

Une analyse de la situation du droit marocain conclut que ces points incontournables sont assez limités.

Loi sur les Établissements de crédit :

Il faut que l'entité qui achète des créances et émet du passif soit exemptée de la loi sur les Établissements de crédit. Si tel n'était pas le cas, cela conduirait à créer un autre être social qui serait soumis aux contraintes de solvabilité dans ses fonds propres, et d'information de la banque El Maghrib, ce qui n'est absolument pas réaliste dans une activité de titrisation.

Les modalités de cession de créances :

Le droit traditionnel implique un formalisme lourd et compliqué pour les cessions de créances et leur opposabilité. Il est donc indispensable que la loi sur la titrisation précise les modalités par lesquelles un ensemble de créances pourrait être cédée par un véhicule intermédiaire, et l'opposabilité de cette cession.

Transformabilité des sûretés et opposabilité aux tiers :

Tout particulièrement lorsqu'il s'agit de prêts hypothécaires, il est important que la cession de la créance entraîne de plein droit le transfert de la sûreté et son opposabilité aux tiers, de sorte que ceux-ci ne puissent pas se prévaloir de ce que le créancier initial a cédée sa créance pour prétendre avoir un droit prioritaire sur le produit éventuel d'une cession du bien donné en garantie. Le même commentaire s'applique aux accessoires de la créance tels des contrats d'assurance qui peuvent apporter une sécurité accrue au prêteur.

Le mandat lÉgal de gestion des crÉances et la transfÉrabilitÉ de la gestion

Il est important de prÉciser que pour le compte du vÉhicule intermÉdiaire dans la titrisation, l'Établissement chargÉ de la gestion est investi d'un mandat lÉgal de gestion, ce qui permettra au dit Établissement de reprÉsenter les investisseurs en justice, sans que cette reprÉsentation ne puisse Ítre contestÉe. Enfin, il faut prÉvoir que contrairement aux rÈgles de droit commun, la gestion des crÉances puisse Ítre cÈdÉe sans autre forme de procÈs, et que les dÈbiteurs pourront Ítre invitÈs † payer † une autre entitÈ que celle † laquelle ils avaient coutume de payer, et qu'ils ne pourront pas refuser ce changement dÈs lors qu'il est effectif ; Ceci de faÁon † Éviter les incertitudes qui s'attachent aux fonds non identifiÈs en cas de rÈglement judiciaire du prÍteur initial.

Les points complÉmentaires

Afin d'accroÓtre la sÈcuritÈ et la transparence du systÈme, trois recommandations sont dÉveloppÉes

DÉpositaire :

Tout d'abord il paraÓt opportun de sÈparer strictement les rÔles des diffÉrents intervenants potentiels. Cela nous conduit † distinguer d'une part une sociÈtÈ de gestion du vÉhicule intermÉdiaire, laquelle aurait pour mission de reprÉsenter exclusivement les intÉRÍts des investisseurs, et donc de se trouver naturellement en situation conflictuelle avec le cÈdant des crÉances. Ces deux Établissements ont donc pour mission lors de la constitution d'une Émission de rÉdiger toute la documentation et de prÉvoir tous les ÉvÈnements exceptionnels, de faÁon † Éviter les incertitudes † l'avenir. De plus, pour contrÔler le rÔle des dÈcisions de la sociÈtÈ de gestion, nous recommandons la mise en place d'un dÈpositaire qui aurait pour mission de conserver les actifs du fonds, et vÉRifier la justesse et la rigueur des dÈcisions de la sociÈtÈ de gestion. En somme nous recommandons de mettre en place un systÈme calquÈ sur celui mis en place pour les organismes de placement collectif en valeurs mobiliÈres, et qui semblait jusqu'† maintenant fonctionner dans un Équilibre raisonnable.

Le dÈpositaire serait un Établissement de crÉdit chargÉ de la conservation des actifs et de la vÉRification des dÈcisions de la sociÈtÈ de gestion. Son intervention lors de la constitution du vÉhicule intermÉdiaire permettra d'engager sa responsabilitÈ en cas de problÈme au cours de la vie dudit vÉhicule.

AutoritÈ de contrÔle

Il nous paraÓt souhaitable dans l'introduction d'un mÉcanisme aussi compliquÈ que la titrisation, que soit dÈsignÉe une autoritÈ habituÈe † traiter des matiÈres financiÈres, et il semble que dans le systÈme marocain actuel, le conseil dÉontologique en valeurs mobiliÈres soit

l'autorité la mieux † même de juger de ces questions. Celle-ci serait chargée, au moins dans un premier temps de procéder † un examen de chaque opération, privée ou faisant appel public † l'Etat, et de donner un agrément ou un visa aux dites opérations. Un tel contrôle, s'il est fait de façon intelligente, permettra d'assurer que les interprétations d'une nouvelle loi sont conformes aux souhaits initiaux, et vont dans un sens de sécurité pour l'ensemble de la place marocaine.

Notation

Enfin, la notation nous paraît être un excellent moyen d'introduire un arbitre réputé et indépendant de toutes les parties. S'il n'est sans doute pas indispensable de contraindre toutes les émissions ne faisant pas appel public † l'épargne, † une notation, et en se reposant sur le principe traditionnel du caveat emptor, en tout cas les émissions faisant appel public † l'épargne seraient certainement bénéficiaires si elles étaient notées par une agence internationale.

* * *

En bref, le projet de loi actuel pourrait être amélioré tout d'abord en le simplifiant d'une manière générale, et d'autre part en séparant les domaines qui relèvent d'une approche réglementaire et ceux qui relèvent d'une approche législative, et enfin en assurant des caractéristiques rédactionnelles plus conformes au droit codifié, alors que la version actuelle semble s'appuyer assez lourdement sur des principes de loi anglo-saxons. Enfin, il nous paraît important de rouvrir la réflexion sur certains éléments complémentaires qui pourraient apporter une sécurité accrue au mécanisme, tout au moins au cours des premières années de son existence. Quels que soient les choix effectués, il faudra que certaines contraintes ou certaines directions soient incluses dans des textes réglementaires qui sont décrits ci-dessous.

IV. COMMENTAIRES SUR DIVERSES MESURES INTERIMAIRES

Les travaux précédemment menés pour mettre en place le cadre réglementaire de la titrisation ont mentionné différentes reprises la possibilité de mettre en place des mesures intermédiaires, soit par la création d'entités ad-hoc, ayant un émission spécifique et temporaire visant à développer les opérations de la titrisation. De même, au cours de nos entretiens, certains de nos interlocuteurs ont mentionné ces différentes recommandations et ont souhaité que nous fassions des commentaires sur leur opportunité.

Avant d'aller plus loin, un souci d'honnêteté envers le lecteur nous conduit à rappeler que nous sommes par nature opposés à des mesures artificielles. Celle-ci ont en effet l'avantage de faciliter le démarrage d'une opération ou d'une technique, mais ont l'inconvénient d'inciter à un démarrage très artificiel de ladite technique. Aussi, lorsque les mesures incitatives sont supprimées, les recours à la technique disparaissent aussi rapidement qu'ils sont apparus, et les acteurs ont la plupart du temps pour tendance naturelle une attente de la mise en place renouvelée des incitations précédentes. Il ne faut donc pas être surpris que la plupart des recommandations mentionnées et reprises ici soient généralement critiquées.

1. Agence / Société de garantie

Certains ont recommandé la création d'une agence ou société de garantie dont la mission officielle serait de garantir la bonne fin du différent passif émis par les organismes de titrisation. Cette société serait soit posséder par les grands investisseurs de la place marocaine, soit par une émanation de l'Etat, soit par une combinaison de ces deux types d'entité. Notre commentaire porte sur la création artificielle d'une telle entité, et non pas sur sa genèse spontanée à la suite d'une initiative privée d'un ou plusieurs intervenants du marché.

Dans la mesure où une telle agence serait imposée par une autorité de marché, on peut s'interroger sur son utilité à long terme. Tout d'abord, une société d'assurance, ou une agence, percevrait des revenus en fonction de polices qu'elle émet. Pour qu'une telle agence puisse être pérenne, il faudrait que les primes qu'elle percevrait pour couvrir un certain risque soit égales au risque qui sera effectivement assumé sur base statistique à long terme augmenté des coûts de fonctionnement de la structure, et d'une source de profit normale. La méthode fondamentale par laquelle ces sociétés survivent dans d'autres pays, consiste à mutualiser le risque en faisant souscrire des polices par un grand nombre de sociétés, et d'autre part en évaluant ce risque avec précision, grâce à l'analyse historique des données historiques fournies par chacun des participants au système. Or, dans le cas du Maroc, la plupart des prêts hypothécaires ont été faits par le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH), et c'est le seul établissement qui à court et sans doute à moyen terme, pourrait avoir à faire appel, en tant qu'émetteur, à la titrisation. Autrement dit, une telle agence aurait comme base statistique, pour évaluer le risque de ces opérations, que les données qui lui seraient éventuellement fournies par le CIH. Cela aurait d'ailleurs comme implication, une incapacité totale à évaluer le risque représenté par des encours sur des emprunteurs d'un type différent de ceux du CIH. Mais, en plus, l'absence d'autres polices, ou d'autres clients de police fait qu'une société qu'une telle société se bornerait au début à être un véhicule de garantie du CIH.

Dans ces conditions, on peut s'interroger sur la justification Économique de ce que les acteurs financiers, autres que le CIH ou l'Etat participe † une telle entrÉe, sinon pour camoufler une sorte de subvention qui reflÈte un manque de confiance de la part de certains investisseurs institutionnels envers la qualitÈ de crÈdit du CIH. Cette analyse est un peu brutale et nÈcessairement caricaturale, mais elle reflÈte nÈanmoins la situation actuelle du Maroc. Ceci n'est en rien comparable † d'autres pays o les prÍts hypothÈcaires sont faits depuis trÈs longtemps par un ensemble de prÍteurs trÈs diversifiÈ.

De plus, du point de vue de l'Émetteur, le choix entre la souscription d'une police d'assurance d'une, et d'autre part le rehaussement de qualitÈ par l'Émission de parts subordonnÈes, relÈve d'un arbitrage entre co t total et besoin de liquiditÈs. ExprimÈ diffÈremment, un Émetteur qui n'est pas soumis † une trÈs forte crise de liquiditÈs aura toujours intÉRÍt † Émettre des parts subordonnÈes, c'est-†-dire † se payer) lui-mÍme une prime pour le risque de dÈfaillance, plutÙt qu'† payer † un tiers la mÍme prime afin d'obtenir une partie marginale de liquiditÈs. Par exemple, dans un pays comme la France, et en schÈmatisant les chiffres qu'il ne faut pas prendre comme base universellement exacte, un Émetteur de crÈances hypothÈcaires titrisÈes, aura le choix pour un encours de 100 francs, entre :

- Émettre pour 93 francs de parts senior (notÈes AAA), et conserver 7 francs de parts subordonnÈes qui ne sont pas notÈes. Dans ces conditions, aucune prime d'assurance n'est versÈe † l'extÈrieur ;
- Émettre 98 francs de parts senior et ne conserver que 2 francs de parts subordonnÈes. dans ce cas-l†, pour obtenir les 5 francs de liquiditÈs supplÈmentaires, il ne serait pas surprenant qu'une sociÈtÈ d'assurance lui demande 0,8 † 1,5 francs ; ce qui place le co t de cette liquiditÈ marginale † des niveaux extrÍmement ÈlevÈ.

Cet arbitrage explique pourquoi la sociÈtÈ d'assurance n'a ÈtÈ utilisÈe que dans aussi peu de cas.

Cette analyse serait tout † fait diffÈrente s'il s'agissait d'une initiative purement privÈe, o un investisseur prendrait ses risques dans une aventure qui pourrait Ítre † moyen terme profitable, mais dans tous les cas, on voit difficilement pourquoi cet investisseur pourrait Ítre vÈritablement autre que le CIH. En tout Ètat de cause, l'intervention Ètatique dans une telle entreprise ne nous paraÓt pas indispensable. Dans ce cas, ce n'est pas un problÈme de nuisance au dÈpart, mais simplement une question de cohÈrence de la politique gÈnÈrale de l'Etat, qui semble aller depuis quelques annÈes dans le sens d'une rÈduction de son interventionnisme, et non pas dans le sens opposÈ.

2. VÈhicule unique

Certains ont Ègalement proposÈ la mise en place d'un vÈhicule unique, sorte d'entonnoir de refinancement auprÈs duquel les diffÈrents Ètablissement iraient, en mutualisant leurs encours,

puiser naturellement des ressources sur les marchés. Cette idée est intéressante, d'autant plus que différentes versions ont été mises en place dans des pays européens, notamment en France où la Caisse de Refinancement Hypothécaire joue un rôle semblable en émettant un emprunt auprès du public ; cet emprunt étant ensuite scindé pour permettre à des établissements, ou des émissions de plus petite taille d'y participer. dans le cas spécifique du Maroc, et compte tenu de ce que le seul émetteur à moyen terme serait le CIH, on peut s'interroger sur l'utilité fondamentale du véhicule. Notons qu'un FPCT peut acquérir des créances auprès de plusieurs cédants et amortir ainsi des frais fixes qui ne sont d'ailleurs pas si exorbitants. L'autre utilisation d'un système comme celui-ci, qui consisterait à assurer la fongibilité entre différentes émissions, c'est-à-dire permettrait donc, au lieu d'avoir une grande émission, d'avoir régulièrement des petites émissions qui viennent abonder un nombre réduit de souches, n'est pas véritablement efficace dans le cas du crédit hypothécaire, puisqu'il est impossible d'assurer une fongibilité des émissions. En effet, le prêt hypothécaire est un prêt à long terme, amortissable le plus souvent par mensualités constantes, et susceptible de remboursement anticipé à la demande des emprunteurs. Il est donc très difficile lorsqu'on a émis, l'année N, un certain passif adossé à un ensemble isolé de prêts hypothécaires, d'émettre deux ou trois années plus tard, un passif identique, puisque l'ensemble des prêts hypothécaires auxquels ce nouveau passif serait adossé, est totalement différent du premier ensemble. Une façon de contourner cette difficulté serait d'émettre du passif de type obligataire, c'est-à-dire ayant une date d'échéance fixe et un échéancier pré-établi. Mais dans ce cas-là, la méthode de passage entre les caractéristiques des actifs sous-jacents et les caractéristiques du passif, est impossible à mettre en place avec des instruments de marché dans un pays où les produits de protection contre les aléas de taux d'intérêt ne sont pas encore particulièrement développés.

Cette critique s'adresse à la voie qui consiste à faire créer un véhicule unique par une entité d'Etat, ce qui est tout à fait différent de la mise en commun des connaissances de deux entités privées agissant dans le cadre de leurs relations contractuelles bipartites, ou entre plusieurs entités sans aucune intervention de l'Etat. Encore une fois, notre réticence à un interventionnisme étatique est sans doute, au moins partiellement, à l'origine de nos réserves quant à un tel véhicule.

4. Agence de notation

La création d'une agence de notation a également été mentionnée comme un préalable indispensable. Tout d'abord, si nous pensons qu'une notation du passif émis dans le cadre d'une opération de titrisation est une mesure saine et constructive, cela ne signifie aucunement qu'une telle notation doit absolument être émise par une entité marocaine. Au contraire, la notation n'a de valeur que par la réputation de sa qualité, qui dépend elle-même de l'expérience des personnes qui notent. D'autre part, l'objectif d'une titrisation n'est pas à notre avis de dévier des fonds venant d'autres mécanismes d'épargne marocains, mais devrait plutôt être à moyen terme d'obtenir d'autres fonds, éventuellement des fonds venant de l'étranger, d'investisseurs internationaux ayant acquis une certaine confiance dans la capacité des émetteurs marocains à rembourser leur dette. Dans ces conditions, deux facteurs principaux militent contre la création d'une agence spécifique marocaine de notation. Tout d'abord, elle n'aurait de reconnaissance que par la qualité des personnes qui notent et il faudrait donc trouver en permanence des personnes qui ont une excellente réputation quant à leur acumen financier, et qui seraient au-dessus de tout soupçon

quant à leur indépendance. Cette situation nous paraît véritablement difficile à maintenir et à créer ex-nihilo dans un pays où le monde financier n'est pas encore extraordinairement développé. Mais dans un cadre plus important, si on souhaite que la notation soit reconnue à l'étranger, il vaut mieux que l'agence qui attribue cette note soit d'un bon renom international. Et dans ces conditions, il ne serait pas constructif de créer une agence marocaine ad-hoc.

Enfin, diverses expériences qui ont pu être tentées dans d'autres pays, n'ont pas été concluantes puisque les personnes intéressées par la notation sont le plus souvent des investisseurs, et notamment des investisseurs institutionnels internationaux, et ceux-ci demandent de toute façon une notation par les agences auxquelles ils sont habitués. Et même si une note purement devait être attribuée à une émission, cela ne pourrait en rien garantir le succès du placement à l'étranger.

5. Fonds d'investissement ad-hoc

Enfin certains proposent la création d'un fonds d'investissement qui serait destiné à financer la mise en place de prêts hypothécaires, ou à faciliter le placement de parts ou d'obligations d'organismes de titrisation. Il est bien évident que la mise à disposition des acteurs marocains, d'une somme d'argent dans un cadre d'une utilisation relativement flexible. Il faut se garder de tomber dans le travers qui consiste à utiliser une solution de facilité. S'il s'agissait des fonds personnels de l'auteur, celui-ci se garderait bien évidemment de mettre en place un mécanisme artificiel, mais dans la mesure où l'abondement de ce fonds proviendrait d'une autre source, la seule protection à prendre est de s'assurer que les fonds sont correctement utilisés, et que l'assèchement du fonds ne sera pas à moyen terme la cause d'un assèchement du marché.

* * *

Synthèse

En conclusion, il est important tout d'abord de replacer le cadre législatif marocain dans son contexte marocain, et de le compléter par des textes réglementaires et des adaptations de la loi différentes. Pour arriver à cet objectif, nous recommandons la mise en place d'un groupe de travail réunissant différents acteurs : au niveau des autorités de tutelle, le ministère des finances, tant dans sa composante "Trésor" que dans sa composante "Direction des assurances", la Caisse de Dépôt et de Gestion, et le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

A ces autorités, il est bon d'ajouter différents intervenants du marché, le CIH bien évidemment du côté émetteur, mais également une autre banque susceptible d'être intéressée par la titrisation, par exemple le groupe des banques populaires, et de compléter ces entités par des sociétés du côté des investisseurs, c'est-à-dire principalement des assureurs et des représentants des caisses de retraite. Ce groupe devrait être renforcé par un juriste externe, qui pourrait être appelé à donner son avis sur les implications pratiques de certains choix retenus. Ce groupe

Étendu devrait être coordonné par un sous-groupe restreint. La mission de ce sous-groupe restreint sera de rédiger la documentation, de la faire circuler, et d'organiser des réunions plénières, pour discuter des différentes orientations retenues. La mission du groupe dans son ensemble devra recouvrir non seulement l'adaptation du cadre légal, mais aussi la rédaction des différents règlements. Dans ce deuxième but, différents sous-groupes devront être créés qui avec le Comité Déontologique des Valeurs Mobilières, qui avec la Commission de Contrôle des Assurances, etc.

Egalement, et si l'autorité de l'Etat le souhaite, il pourrait être utile d'examiner de façon plus approfondie l'opportunité de mettre en place certaines des voies intermédiaires que nous avons nous-mêmes éliminées. Dans ce cas, il suffirait de créer un sous-groupe et d'entamer les travaux rapidement.

Parallèlement à ce travail de mise en oeuvre du cadre, il faudrait dès que possible et si le CIH souhaite toujours recourir à une opération de titrisation au cours de l'année 1998, mettre en place un processus permettant de réaliser une émission dès que le cadre législatif aura été établi. Dans ce but, il importe de procéder aux différentes étapes détaillées précédemment dans la deuxième partie du tableau ci-après.

Tableaux

I. La loi et ses compléments

	<u>Date d'Ébut / fin</u>
Constitution des groupes de travail	1er d'Éc. / 15 d'Éc. 1997
<u>Mission</u> : - Adapter le cadre l'Égal - Proposer les textes r'Églementaires d'application et compl'Émentaires	
<u>Participants</u> : - Minist'Ére des finances - Tr'Ésor, Minist'Ére de l'habitat - Banque Al Maghrib, CDVM, Direction des assurances du Minist'Ére des finances - CIH et une banque commerciale - CDG, repr'Ésentants de soci'Ét'És d'Assurance et de Caisses de retraite + professionnel juridique praticien	
Sous-groupe restreint de coordination : - Minist'Ére des finances et de l'habitat, CIH, CDVM, juriste	1er d'Éc. / 15 d'Éc. 1997
Premier projet de texte - r'Édaction, circulation	1er janv. 1998 8 janv. 1998
R'Éunion pl'Éni'Ére - discussion du premier projet - formation de sous-groupes A- Textes d'application B- R'Églementation bancaire C- R'Églementation assurance D- R'Églementation des march'És	
Adaptation du projet de texte de loi	20 janv.
Premier projet de textes compl'Émentaires Circulation des projets	20 janv. 20 janv.

RÈunion plÈniÈre	31 janv.
Discussions - Adaptation	1er au 28 fÈvrier 1998
Transmission au secrÈtariat GÈnÈral du Gouvernement	1er mars
Vote du projet de loi	mars † mai 1998

II. L'Émission du CIH

	<u>Date d'Ébut / fin</u>
Constitution d'un groupe de travail Représentant de la Direction, gestion des prêts, informatique, juristes (internes et, le cas échéant, externes)	1er déc. 1997
Analyse des créances - examen des données disponibles - pré-sélection de types de créances - collationnement des "bandes de sauvegarde" ou autre mode d'archivage d'information	déc. 1997 / avril 1998
Interview des responsables opérationnels - direction générale - comptabilité - informatique - commercial - gestion amiable - gestion contentieux	déc. 1997 / janv. 1998
Vérification des modes possibles d'enregistrement et de suivi des créances	janv. 1998
Première version de documentation - note d'information - règlement - convention de cession - convention de gestion + éventuellement contrat de dépôt	fin janv. 1998
Projet préliminaire de montage	fév. 1998
Discussions préliminaires avec les investisseurs	mars 1998
Premières approches - agences de notation (pour une Émission notée) - Ministère des finances - CDVM (pour une Émission publique)	mars / avril 1998
Evaluation des conditions financières comparaison † d'autres modes de financement	avril 1998

Processus itÉratif de nÈgociation entre CIH, autoritÈs de tutelle, agences de notation, et investisseurs	avril / mai 1998
Lancement d'une premiÈre opÈration	juin 1998

Annexes

Annexe 1

Liste des principaux interlocuteurs

Institutions gouvernementales

Monsieur SaÔd EL FASSI FIIHRI
Monsieur Moulay Cherif TAHIRI

MinistÈre de l'Habitat

Monsieur Mohamed TAZI
Monsieur Ali BEDRANE
Monsieur Thami YAHYAOU
Monsieur Abdelilah MARCIL

MinistÈre des Finances

Institutions et Ètablissements financiers

Monsieur Charaf ALAMI
Monsieur AOT ALI
Monsieur L'Houcine BILAD

Citibank
Upline - FINACOR
MÈdiafinance

Monsieur GODBOUT
Monsieur Simon LATRAVERSE

Etude Banque Mondiale

Monsieur MOSHINE

Monsieur Abdellah HAIMER
Monsieur Abderrahim TAZI
Monsieur Rkia JAIDI ZARARI
Monsieur Ali FAKIR
Monsieur Ahmed HAJJI

Groupement Professionnel des Banques du
Maroc
CrÈdit Immobilier et HÙtelier

Monsieur Rachid EL YACOUBI

Banque Marocaine pour le Commerce et
l'Industrie

Monsieur BOUHYA
Monsieur Kamal BOUSSALEH
Monsieur MEZZARI

Caisse de DÈpÙt et de Gestion

SociÈtÈs d'Assurance et de Retraite

Monsieur LAHLOU

Caisse Interprofessionnelle Marocaine de
Retraite

Monsieur Hamza KETTANI

La Marocaine Vie / FÈdÈration des Assurances

Monsieur Mohamed El Mehdi BOUGHALEB

Al Amane

Monsieur KAMAOUI

Institutions diverses

Monsieur Farouk TEBBAL

Monsieur Kamal SEBTI

Monsieur Fouad BENSSEDDIK

Technical Support Services

USAID

Caisse Nationale de SÈcuritÈ Sociale

Annexe 2 Résumé des principaux entretiens

Afin de protéger la confidentialité des entretiens tout en partageant les informations obtenues, il nous a semblé souhaitable de fournir un résumé anonyme des principaux entretiens. Ces résumés sont fournis par catégorie d'interlocuteurs, et lorsque différents interlocuteurs d'un même groupe ont exprimé des positions matériellement différentes, les nuances exprimées sont reproduites ici.

Autorités de tutelle (Ministère des finances, Ministère de l'habitat, CDVM)

- Il est indispensable d'introduire la titrisation au Maroc, car il faut résoudre le problème du financement à long terme du logement.
- L'introduction de la notation est envisagée.
- La contrainte de développement de logement social se heurte aux difficultés de son financement.
- Le système financier du Maroc se libéralise progressivement, les contraintes d'investissement sont relâchées depuis quelques années.
- Il existe une demande de produits à long terme et de bonne qualité.
- Il faut éviter que le développement du marché soit handicapé par un manque de tutelle au démarrage.
- Il ne paraît pas logique de souhaiter drainer une épargne longue sans faire appel à celle-ci.
- Les disponibilités de financement sont incompatibles avec les objectifs de développement du logement social.
- Même le financement du programme "200.000 logements" est un problème bien qu'il s'agisse d'un objectif de Sa Majesté.

Etablissements financiers (CIH, Banques populaires,...)

- Il y a peu de prêts hypothécaires; dans la mesure où la demande solvable est faible, et où le refinancement à long terme est difficile.
- Le CIH a un besoin incontournable de titriser ses créances, d'autant plus pressant que ses obligations ne sont plus garanties par l'Etat.
- Certaines banques peuvent avoir un besoin au niveau émission. Si tel n'est pas le cas, elles ont un excès de disponibilités, et devraient donc trouver attractif un produit de bonne qualité.
- Les tribunaux sont laxistes avec les locataires.

- Malgré la "pénurie" de logements, on estime que 100.000 logements sont achevés et bloqués depuis près de 10 ans.
- 80% des emplois des banques sont à court terme.

Annexe 2 (suite)

Investisseurs (Sociétés d'assurances, CDG, Caisses de retraite)

- Certaines caisses de retraite ont des engagements à respecter, et n'ont pas voix au chapitre, en terme de politique d'investissement, ni dans le niveau de taux, ni dans la maturité, ni dans le produit.
- Les pouvoirs publics ont donné à la CDG tous pouvoirs pour réinvestir l'épargne collectée par d'autres.
- Le nouveau statut de l'épargne devrait faciliter la mise en place d'un système d'épargne-logement et favoriser l'épargne.
- Deux facteurs expliquent une faible demande de crédit : des taux trop élevés, et l'indisponibilité de refinancement long.
- Il faudrait peut-être envisager une agence de refinancement hypothécaire ou une agence de supervision du marché hypothécaire.
- Il existe un fort besoin de titres notés et si possible cotés en bourse.
- Une certaine épargne additionnelle pourrait être drainée si son mode de rémunération était Hallal ; le paiement d'un coupon d'intérêt ne l'est pas.

Intermédiaires et divers

- Les marchés financiers préfèrent des produits dont les caractéristiques se rapprochent autant que possible de celle des obligations.
- Il n'y a pas de véritable marché de produits dérivés de taux
- Le marché manque de ressources longues.
- Avec la suppression des contraintes à investir en obligation d'Etat (ou garanties par celui-ci), les assureurs deviennent progressivement plus libres de leurs choix.
- Une agence de notation aiderait le marché de la titrisation.
- La mise en place de la titrisation n'est pas rapide.
- Lorsque l'excès actuel de trésorerie sera résorbé, les problèmes de la Place deviendront apparents.
- Un système ouvert de refinancement serait préférable. Il faut créer une "Société de Développement de Crédit Hypothécaire". (!!?)
- La mise en place d'une Société d'Assurance Crédit et d'un mécanisme de Garantie permettrait de normaliser les prêts et de réaliser une pérennisation des risques.

Annexe 3
Documents consultés

DOCUMENTS LÉGISLATIFS

Dahir du 21/09/1993 relatif au CDVM et informations sur l'appel public à l'Épargne
Dahir du 21/09/1993 relatif au OPCVM
Dahir du 21/09/1993 complété par le Dahir du 9/01/1997

RAPPORTS D'ACTIVITE DES INSTITUTIONS RENCONTRÉES

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières : Rapport annuel 1995
Crédit Immobilier et Hôtelier : - Rapport annuel 1995
- Rapport d'activité de l'exercice 1996
Bank Al-Maghrib : - Rapport annuel - 1995 - Volumes I et II
Caisse de Dépôt et de gestion : - Rapports d'activité 1994 / 1995
- Textes organiques

ETUDES ET RAPPORTS

Casablanca Finance Group : Le Financement de l'habitat au Maroc
Ministère de l'Habitat : - Etude relative aux aspects financiers et fiscaux du financement du logement au Maroc *Phase Diagnostic*
Phase Stratégie - Volumes I et II
Phase Propositions
- L'habitat en chiffres - 1994 / 1995
Ministère chargé de la Population : - Le Maroc en chiffres - 1994 / 1995
Centre d'Études et de recherches Démographiques : - Projection de la population 1994 à 2014
Ministère des Travaux Publics : - Etude de l'approvisionnement des chantiers en matériaux de construction et autres produits industriels et semi-industriels - 1994
Ecole Spéciale des Travaux Publics, du Bâtiment et de l'Industrie : Problématique de l'habitat au Maroc - 1996

PUBLICATIONS

Groupement Professionnel des Banques du Maroc :- Investir au Maroc - Edition 1993
- Guide du jeune promoteur - Edition 1995